

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Ocenění podniku v odvětví stavebního průmyslu  
Valuation of the Company in the Construction industry sector

Student:	Radana Zelená
Vedoucí diplomové práce:	ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2010

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Radana Zelená**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Specializace: 00 Finance  
Téma: **Ocenění podniku v odvětví stavebního průmyslu**  
**Valuation of the company in the construction industry sector**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Teoretické základy oceňování podniku
  3. Přístupy a metodologie oceňování podniku
  4. Ocenění podniku vybranými metodami a zhodnocení výsledků
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd Ed. New York: Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.  
KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.  
MARÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009  
Datum odevzdání: 30.04.2010



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 až 8, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 30. dubna 2010

.....

# Obsah

1	Úvod.....	7
2	Teoretické základy oceňování podniku .....	9
2.1	Oceňování.....	9
2.2	Definice podniku.....	9
2.3	Hladiny hodnoty podniku .....	9
2.4	Cena.....	10
2.5	Hodnota podniku.....	10
2.6	Důvody pro ocenění podniku .....	10
2.7	Právní úprava oceňování podniků.....	11
3	Přístupy a metodologie oceňování podniku .....	12
3.1	Přístupy k oceňování podniku .....	12
3.1.1	Tržní hodnota.....	12
3.1.2	Subjektivní (investiční) hodnota .....	12
3.1.3	Objektivizovaná hodnota.....	13
3.1.4	Komplexní přístup na základě Kolínské školy .....	13
3.2	Postup při oceňování podniku .....	14
3.2.1	Příprava vstupních dat .....	14
3.2.2	Strategická analýza.....	15
3.2.3	Finanční analýza.....	16
3.2.4	Finanční plán.....	24
3.3	Faktor času a rizika, náklady kapitálu.....	26
3.3.1	Určení nákladů kapitálu.....	27
3.4	Metody oceňování podniku .....	30
3.4.1	Výnosové metody.....	30
3.4.2	Majetkové metody.....	34
3.4.3	Komparativní metody.....	35
3.4.4	Kombinované metody .....	36
4	Ocenění podniku vybranými metodami a zhodnocení výsledků.....	37
4.1	Charakteristika společnosti.....	37
4.2	Strategická analýza .....	38
4.2.1	Analýza vnějšího potenciálu .....	38
4.2.2	Analýza konkurence a vnitřního potenciálu .....	44

4.2.3	SWOT analýza .....	47
4.3	Finanční analýza .....	47
4.3.1	Analýza účetních výkazů .....	48
4.3.2	Analýza poměrových ukazatelů .....	55
4.3.3	Analýza souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně .....	60
4.3.4	Zhodnocení finanční situace .....	61
4.4	Ocenění podniku vybranými metodami a zhodnocení výsledků .....	62
4.4.1	Finanční plán.....	62
4.4.2	Výpočet nákladů kapitálu .....	65
4.4.3	Ocenění metodou DCF - Entity .....	68
4.4.4	Ocenění podniku metodou DCF - Equity .....	69
4.4.5	Ocenění metodou EVA -Entity .....	71
4.4.6	Ocenění metodou EVA Equity .....	74
4.5	Syntéza výsledků ocenění společnosti .....	76
5	Závěr .....	79
	Seznam použité literatury .....	81
	Seznam zkratk	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

# 1 Úvod

Problematika oceňování podniku se v České republice objevila s nástupem tržních podmínek. Hlavní úlohu sehrálo oceňování podniků za období privatizace, kdy vyvstala potřeba hledání tržní hodnoty v souvislosti se změnou vlastnictví. Také v dnešní době patří tato problematika mezi důležité finanční oblasti. Podnětem již není pouze změna vlastnictví podniku, nýbrž také taktická či strategická rozhodnutí podniku. Ocenění podniku může managementu přinést kýžené informace o stavu podniku, zda se ubírá tím správným směrem k maximalizaci jeho hodnoty.

Základním předpokladem úspěšného ocenění podniku je vymezení předmětu ocenění. Ten souvisí s typem podniku a účelem ocenění. Druhým předpokladem úspěchu oceňovatele je získat co možná nejvíce relevantních dat a informací týkajících se předmětu ocenění. Další podmínkou adekvátních výsledků je volba adekvátní metody ocenění. Každá metoda je postavena na odlišných předpokladech a tedy i výsledná hodnota podniku je dána jiným číslem.

Cílem diplomové práce je ocenění podniku v odvětví stavebního průmyslu. Konkrétně budou stanoveny tržní hodnoty podniku ABC, s.r.o. k datu 1. ledna 2010 prostřednictvím vybraných výnosových metod. Výsledky práce budou sloužit potřebám managementu podniku.

Práce je členěna do pěti kapitol.

Druhá část diplomové práce je zaměřena na objasnění základních pojmů spojených s tematikou oceňování podniku. Porozumění základním pojmům je nutnou prerekvizitou pro komplexní pochopení tematiky oceňování podniku.

Třetí část se zabývá přístupy a metodologií oceňování podniku. V rámci přístupů k oceňování budou představeny základní kategorie hodnot podniků. Dále bude nastíněn celkový postup určení hodnoty podniku a jednotlivé fáze postupu podrobně objasněny.

Cílem čtvrté kapitoly je stanovení tržních hodnot podniku ABC, s.r.o. pomocí vybraných výnosových metod. Před samotným oceněním podniku je představena společnost, která je předmětem ocenění, provedena analýza spočívající ve strategické analýze a finanční analýze společnosti, sestaven dlouhodobý finanční plán a stanoveny náklady kapitálu společnosti. Při ocenění bude aplikována metoda diskontovaných volných peněžních doků pro vlastníky a věřitele *DCF-Entity*, metoda diskontovaných volných peněžních doků pro vlastníky *DCF-Equity*, metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA-Entity* a metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA-Equity*. U každé z metod budou použity jak náklady

kapitálu určené dle účetní stavebnicové metody, tak náklady kapitálu dle tržní metody *CAPM*. Výsledkem bude osm zjištěných tržních hodnot společnosti ABC s.r.o. V závěru čtvrté kapitoly budou stručně nastíněny rozdíly mezi použitými metodami a výsledky těchto metod.

## 2 Teoretické základy oceňování podniku

Před vysvětlením teorie oceňování je nutné věnovat pozornost pojmům spojeným s touto teorií.

### 2.1 Oceňování

Oceňování je službou, která přináší užitek. Jedná se o soubor činností, které jsou prováděny za účelem zjištění peněžní hodnoty daného předmětu. Hodnota se může lišit v závislosti na účelu ocenění a v závislosti na tom, kdo ocenění provádí.

### 2.2 Definice podniku

Podnik je v § 5 obchodního zákoníku definován jako *„soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.“*

Podnik lze zjednodušeně definovat jako subjekt, kde dochází k přeměně vstupů na výstupy. Bližším pohledem pak lze hovořit o souboru prostředků, zdrojů, práv a jiných majetkových hodnot nutných pro provoz podnikatelské činnosti.[10]

Na podnik je nutné nahlížet jako na funkční celek.[7] Funkce podniku je pak definována § 2 obchodního zákoníku. *„Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.“*

### 2.3 Hladiny hodnoty podniku

Při oceňování se lze setkat se dvěma hladinami hodnoty podniku:

- hladinou brutto – znamená celkovou hodnotu podniku, tedy jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- hladinou netto – znamená hodnotu vlastního kapitálu, tedy pouze pro vlastníky.

Hladiny podniku rozlišuje také obchodní zákoník, kde je hodnota brutto nahrazena termínem obchodní majetek a hodnota netto čistým obchodním majetkem. Dle § 6, odst. 1) obchodního zákoníku se *„obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, pro*



*účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“ Čistý obchodní majetek je pak dle § 6, odst.3) obchodního zákoníku „obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“*

## **2.4 Cena**

Cenou podniku je konkrétní částka zaplacená za daný podnik v určitém čase a místě.[3] Důležité je si uvědomit rozdíl mezi cenou a hodnotou. Cena je relativní hodnotou podniku, kterou mu přisuzuje samotný kupující nebo prodávající.[6] Zaplacená cena pak může nebo nemusí mít vztah k hodnotě, kterou přisuzují podniku ostatní.

## **2.5 Hodnota podniku**

Hodnotou podniku je pak rozuměna částka, ke které by všeobecně kupující a prodávající měli dospět. Hodnota je pouhým odhad pravděpodobné ceny.[7] Je vyjádřením užitku, který by získal kupující k datu ocenění.

Hodnota statku může být z ekonomického pohledu vnímána jako užitná hodnota, která se odvíjí od preferencí, možností využití nebo zájmů potenciálního vlastníka, nebo jako směnná hodnota, která je vyjádřena v penězích a znamená to, že statek má dostatečnou užitnou hodnotu a je dostatečně vzácný, aby se stal předmětem směny.

Z předchozí definice vychází také vnímání hodnoty podniku. Pokud lze očekávat budoucí užitek z vlastnictví podniku, je hodnota podniku dána očekávanými budoucími příjmy diskontovanými na jejich současnou hodnotu. Hodnota je tedy ovlivněna subjektivním vnímáním, v žádném případě ji nelze hodnotit jako objektivní. Každý může očekávané budoucí příjmy odhadnout v jiných rozmezích a stanovit tak jinou hodnotu podniku.

## **2.6 Důvody pro ocenění podniku**

Existuje mnoho podnětů stimulujících poptávku po provedení ocenění podniku. V zásadě je možné je rozdělit podle toho, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, či nikoliv.

Ocenění související s vlastnickými změnami je například:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,
- nepeněžitý vklady do obchodní společnosti,
- fúze,
- rozdělení nebo převzetí společností.

Ocenění nesouvisející s vlastnickými změnami je například:

- změna právní formy společnosti,
- ocenění souvislosti s poskytnutím úvěru,
- sanace podniku.

## **2.7 Právní úprava oceňování podniků**

Jelikož v České republice neexistuje všeobecně platný zákon nebo předpis týkající se provedení ocenění, jehož dodržování by bylo závazné, vychází se při oceňování především z ekonomické teorie. Přesto existují předpisy, které je dobré alespoň okrajově zmínit, neboť jsou občasně aplikovány pro vymezený okruh případů. Jedná se o:

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva Financí ČR (závazný např. při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, darovací, převodu nemovitostí, dani z přidané hodnoty a zákona o daních z příjmu),
- Metodický pokyn ZNAL České národní banky (určený pro tvorbu znaleckých posudků předkládaných České národní bance),
- Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy (jedná se o rámcová mezinárodně uznávaná doporučení, často se týkající spíše oceňování nemovitostí),
- Národní standardy některých zemí (Americké oceňovací standardy US PAP, Německý standard IDW SI).

## **3 Přístupy a metodologie oceňování podniku**

### ***3.1 Přístupy k oceňování podniku***

Lze rozlišovat čtyři přístupy k oceňování podniku:

- tržní hodnota,
- subjektivní (investiční) hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

#### **3.1.1 Tržní hodnota**

V případě určování tržní hodnoty hledáme odpověď na otázku, kolik je za podnik ochoten zaplatit běžný zájemce, jaká je hodnota podniku na trhu. U tržní hodnoty je zkoumán užitek z podniku, který je všeobecně uznáván trhem, není pohlíženo na užitek, který by podnik přinášel jinému konkrétnímu podniku.

Při oceňování podniku tržní hodnotou je předpokládáno, že podnik využívá majetku takovým právně možným způsobem, že dochází k co největšímu zhodnocování tohoto majetku nebo celého podniku. Navíc by oceňovatel měl výslednou hodnotu opírat zejména o tržní data. Pokud v některých případech trh neposkytuje dostatek informací, musí tento fakt být dostatečně objasněn. Oceňovatel musí hlídat, zda nedošlo ke zkreslení tržní hodnoty tím, že byl omezen neadekvátními tržními údaji.

V kapitole 2.5 je hodnota podniku definována jako očekávané budoucí příjmy diskontované na současnou hodnotu. Odhad těchto budoucích příjmů by v případě tržní hodnoty měl být založen na tržních očekáváních, stejně tak určení diskontní míry musí vycházet z tržních dat. Pokud neexistuje dostatečné množství dostupných tržních dat, připouští Mařík (2007) suplování těchto dat odbornými odhady znalce, tyto odhady by však měly simulovat reálné uvažování trhu.

#### **3.1.2 Subjektivní (investiční) hodnota**

V případě subjektivní hodnoty je na hodnotu podniku nahlíženo z pohledu jednoho konkrétního kupujícího nebo prodávajícího. Ten vnímá hodnotu podniku subjektivně, neboť

je ovlivněn získáním nebo ztrátou budoucího užítku z daného podniku. Takováto hodnota může být vyšší nebo nižší než je tržní.

V tomto případě jsou budoucí peněžní toky odhadovány na základě informací poskytnutých podnikem, není potřeba sledovat, zda jsou takovéto odhady přiměřené možnostem trhu. Diskontní míra je určena jako alternativní náklad kapitálu z pohledu subjektu, pro jehož užitek je ocenění prováděno.

### **3.1.3 Objektivizovaná hodnota**

Objektivizovanou hodnotu je možno vnímat jako přesný opak hodnoty subjektivní. Při hledání objektivizované hodnoty hledáme odpověď na otázku, jaká hodnota může být považována za relativně nespornou. Je v co největší míře vycházeno ze všeobecně uznávaných dat.

Je velmi úzký vztah mezi tržní a objektivizovanou hodnotou. Obě hodnoty jsou postaveny na tržních datech, pomocí nichž dochází k tzv. objektivizaci. Nicméně v případě objektivizované hodnoty je předpokládáno setrvání konceptu podniku v nezměněné formě, kdežto u tržní hodnoty může oceňovatel zohlednit i zásadní změnu konceptu podniku, pokud je na trhu možná a může být trhem akceptovaná. V případě tržní hodnoty je vycházeno pouze z tržních dat, kdežto v případě objektivizované hodnoty je povoleno přejímat i všeobecně platné zvyklosti. Příkladem je německý standard S1, kde je přijato, že při ocenění budou zohledněny také daně placené vlastníky, a to podle sazby 35 %. [7]

### **3.1.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy**

Tento přístup se pokouší o sloučení všech předcházejících přístupů. Vychází z kritiky možnosti určení tržní hodnoty, neboť trh s podniky má v evropských zemích stále mnoho omezení. V rámci Kolínské školy dochází k vyzdvižení subjektivní hodnoty. Zastánci tohoto přístupu tvrdí, že přístup nezávisí na důvodu ocenění, ale na obecné funkci, kterou má ocenění pro objednavatele této služby. Rozlišují funkci:

- poradenskou (poskytnutí informací kupujícímu o maximální ceně, kterou může zaplatit, aniž by na transakci prodělal a minimální ceně, kterou může přijmout prodávající, aniž by na prodeji prodělal),
- rozhodčí (určení hraničních hodnot podniku pro účastníky transakce nezávislým oceňovatelem),

- argumentační (oceňovatel hledá podklady, které by zlepšily vyjednávací schopnost o hodnotě podniku jedné strany),
- komunikační (podklady pro komunikaci s investory a bankami),
- daňovou (cílem poskytnutí podkladů pro daňové účely).

### **3.2 *Postup při oceňování podniku***

Před zahájením oceňovacích prací je nutné stanovit účel ocenění, k jaké hodnotě a hladině hodnoty bude dospěno a k jakému datu je ocenění provedeno. Celkový postup lze shrnout pomocí následujícího schématu, ke kterému budou dále podány bližší informace.

1. Příprava vstupních dat
2. Analýza dat
  - a) Strategická analýza
  - b) Finanční analýza
3. Finanční plán
4. Ocenění
  - a) Ocenění podle vybraných metod
  - b) Souhrnné hodnocení

#### **3.2.1 Příprava vstupních dat**

Prvotním zdrojem informací jsou základní data o podniku, zahrnující informace o názvu podniku, jeho právní formě podnikání, předmětu podnikání (třídění dle OKEČ, CZ NACE), základní řídicí strukturu podniku nebo historii podniku. Na tyto informace navazují ekonomická data jako účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány aj.

Po vytvoření si konkrétní představy o samotném podniku je nutno shromáždit data související s prostředím podniku, a to jak vnitřním, tak vnějším. Jedná se o vymezení relevantního trhu (trhu, na kterém podnik působí), velikosti a perspektivy tohoto trhu, případná segmentace trhu nebo zjištění faktorů atraktivity trhu. Dále se analyzují data související s konkurenční strukturou relevantního trhu, odbyt a marketing, výroba a dodavatelé nebo pracovníci atd.

### 3.2.2 Strategická analýza

Cílem strategické analýzy je zjistit výnosový potenciál podniku, který vychází z toho, jaký má podnik výnosový potenciál vnější a jaký vnitřní. Vnější potenciál podniku je daný šancemi a riziky podnikatelského prostředí (odvětví, relevantní trh, národní hospodářství). Vnitřní potenciál je odvozen od schopnosti podniku čelit rizikům nebo využívat šance vnějšího prostředí ve svůj prospěch. Výstupem fáze zjišťování vnějšího a vnitřního potenciálu podniku je SWOT analýza, která souhrnně komentuje silné a slabé stránky podniku, jeho příležitosti a hrozby.

Postup strategické analýzy může být různý, vždy by však oceňovatel měl dojít ke konkrétním výsledkům týkajících se např. prognózy relevantního trhu a s tím související prognózy podnikových tržeb.

#### 3.2.2.1 *Analýza vnějšího potenciálu*

Aby mohla být provedena detailní analýza vnějšího potenciálu, musí být vymezeno podnikatelské prostředí - relevantní trh, a to z hlediska věcného (co podnik vyrábí, nabízí), územního (kde se nachází jeho odbytiště), zákazníků a konkurentů.

Následuje charakteristika podnikatelského prostředí – relevantního trhu. Jde o zjištění velikosti poptávky, zmapování základních vývojových tendencí, trendů daného trhu (odvětví) atd. Velikost trhu lze odvodit ze spotřeby daného produktu nebo statistiky o prodeji v daném odvětví. Všechny tyto údaje slouží k uvědomění si dosavadního tempa rozvoje trhu a k prognóze vývoje do budoucna.

Součástí analýzy vnějšího prostředí je kvalitativní analýza atraktivity trhu. Jde o monitorování faktorů, které ovlivňují tržby daného podniku. Růst trhu, velikost trhu, intenzita přímé konkurence, průměrná rentabilita, možnost substituce, bariéry vstupu, citlivost na ekonomický cyklus, struktura a charakter zákazníků aj., to vše jsou faktory, které ovlivňují atraktivitu trhu. Pro posuzování atraktivity lze využít metodu, kdy je jednotlivým faktorům působícím na trh přidělen určitý počet bodů nebo procentuální hodnota. Zprůměrnováním všech bodů nebo procentuálních hodnot získáme hodnotu celkové atraktivity trhu. Čím atraktivnější trh, tím lepší jsou perspektivy růstu podniku a tedy jeho tržeb. Pak jen záleží na vnitřní schopnosti podniku uchopit tyto šance, které vnější prostředí nabízí.

Důležitou částí analýzy vnějšího prostředí je prognóza vývoje trhu. V případě tržního ocenění je důležité, aby tato prognóza vycházela z názorů odborníků, například z názorů odborných svazů či jiných organizací vykonávajících dohled nebo výzkum v dané oblasti.

V případě že není dostupný žádný expertní posudek budoucího vývoje odvětví, je doporučováno provést prognózu v souladu s vývojem národohospodářských veličin, které na vývoj trhu působí (vývoj trhu je korelován s jejich vývojem).

### **3.2.2.2      *Analýza konkurence a vnitřního potenciálu***

Cílem této části analýzy je zjistit, jaký je tržní podíl společnosti a jak se bude vyvíjet do budoucna. Stanovení tržního podílu společnosti není vždy dost možné, proto musí být často použito kvalifikovaného odhadu.

Budoucí vývoj tržního podílu záleží na konkurenceschopnosti podniku, do jaké míry je schopná utrhnout si velkou část atraktivitu trhu pouze pro sebe. K tomu je potřebné provést identifikaci hlavních konkurentů, shromáždit o nich relevantní údaje a porovnat konkurenční sílu jejich a oceňované společnosti.

Konkurenční síla vyplývá z mnoha skutečností. Je dobré zaměřit se zvláště na faktory přímé konkurence a na faktory nepřímé konkurence. Mezi faktory přímé konkurence patří takové, které jsou přímo vnímány zákazníkem. Jde o zjištění kvality výrobků nebo služeb, jaké jsou ceny nabízených výrobků nebo služeb v porovnání s kvalitou a konkurenty, jaká je úroveň reklamy, jaké jsou cesty odbytu, jaké má podnik jméno na trhu. Mezi faktory nepřímé konkurenční síly lze zařadit posouzení kvality managementu, výkonného personálu nebo inovační síly podniku.

### **3.2.3    Finanční analýza**

Provedení finanční analýzy při ocenění společnosti hraje důležitou roli pro uvědomění si její finanční situace. Při ocenění je předpokládáno neomezené trvání do budoucna a tento předpoklad by měl být pomocí finanční analýzy buď vyvrácen, nebo potvrzen.

Provedení finanční analýzy není upraveno žádným zákonem ani předpisem. S postupem času se však ustálily techniky, které jsou všeobecně používány. V zásadě rozlišujeme dvě základní rozborové techniky – metoda absolutní a metoda relativní. V případě použití metody absolutní jsou analyzovány položky účetních výkazů. Metoda relativní pak staví tyto položky do vzájemného poměru.

Analyzovány jsou účetní výkazy (rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow) za pomoci jiných zdrojů, jakými jsou výroční zpráva, zpráva auditora, účetní knihy, informace ze strany managementu atd.

### 3.2.3.1 *Analýza účetních výkazů*

Analýza účetních výkazů slouží především pro sledování určitého trendu (horizontální analýza) nebo pro analýzu složení výkazů (vertikální analýza). V obou případech jde již o metodu relativní neboť dáváme určité položky výkazů do poměru k položkám jiným.

Pomocí horizontální analýzy lze sledovat procentní změnu určité položky v čase. Položky jsou porovnávány po řádcích – horizontálně. Cílem je sledování vývojových trendů a případné vypořádání základních problémů společnosti. Výpočet procentuální změny je proveden následovně,[4]

$$\text{absolutní } \Delta = \text{hodnota}_t - \text{hodnota}_{t-1}, \quad (2.1)$$

kde *absolutní*  $\Delta$  je absolutní změna.

$$\text{procentní } \Delta = \frac{\text{absolutní } \Delta}{\text{hodnota}_{t-1}} \cdot 100. \quad (2.2)$$

Vertikální analýzou (procentní rozbor komponent, strukturální analýza) se zjišťuje podíl jednotlivých položek na vybraném základu. V případě analýzy rozvahy se nejčastěji vyjadřují jednotlivé položky aktiv (pasiv) jako procenta z celkových aktiv (pasiv), u analýzy výkazu zisku a ztráty dochází nejčastěji k poměrování vůči tržbám nebo výnosům. Cílem této metody je poukázat na relativní strukturu výsledku hospodaření, majetku či zdrojů.

### 3.2.3.2 *Analýza poměrových ukazatelů*

Poměrové ukazatele jsou poměřením jedné absolutní hodnoty ke druhé. Tento způsob analýzy účetních výkazů je velmi rozšířený a universálně použitelný. Nejčastěji dochází k rozdělení ukazatelů do následujících skupin:

- ukazatele rentability,
- ukazatele zadluženosti a finanční stability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele likvidity.

#### *Ukazatele rentability*

Ukazatele rentability pomáhají posoudit schopnost podniku dosahovat zisku při daných vložených zdrojích. Všeobecně je tedy poměřována určitá forma zisku a vloženého kapitálu (aktiv, vlastního kapitálu, dlouhodobě investovaného kapitálu). Zisk může nabývat různých forem (čistý zisk *EAT*, zisk před úroky a daněmi *EBIT*, zisk před daní *EBT* atd.). Všeobecně se v případě většiny ukazatelů doporučuje poměřovat kapitál k *EBIT*, aby



nedocházelo ke zkreslení vlivem zdanění, úrokových sazeb a zadlužeností (větší poměr cizího kapitálu se promítne do vyšších úroků).

Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Assets – *ROA*) vyjadřuje produkční sílu podniku. Při výpočtu dochází k poměrování zisku k celkovým aktivům *A* investovaným do podnikání, bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.[4]

$$ROA = \frac{EBIT}{A}. \quad (2.3)$$

Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity – *ROE*) měří výnosnost kapitálu vloženého do podniku akcionáři či vlastníky. Obecně platí, že rentabilita vlastního kapitálu *VK* by měla být vyšší než míra výnosnosti alternativní bezrizikové nebo stejně rizikové investice na finančním trhu.[4]

$$ROE = \frac{EAT}{VK}. \quad (2.4)$$

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (Return on Capital Employed - *ROCE*) měří výnosnost zdrojů vlastníků a dlouhodobých cizích zdrojů. [3]

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + dlouhodobé dluhy}. \quad (2.5)$$

Rentabilita tržeb (Return on Sales – *ROS*), nebo také ziskové rozpětí, udává, jaké množství zisku dokáže podnik vyprodukovat na 1 Kč tržeb *T*. Odráží schopnost podniku vyrábět výrobek nebo službu s nízkými náklady nebo prodávat za vysokou cenu. [3]

$$ROS = \frac{EAT}{T}. \quad (2.6)$$

### ***Ukazatele zadluženosti a finanční stability***

Ukazatele zadluženosti se zaměřují na strukturu zdrojů financování. Dochází k poměrování aktiv a zdrojů, ze kterých aktiva byla pořízena. Sledovat je také možno nákladové úroky k *EBIT*.

Zadluženost vlastního kapitálu neboli koeficient samofinancování udává schopnost podniku financovat svůj majetek vlastními zdroji (resp. penězi akcionářů) a vyjadřuje výši jeho finanční samostatnosti. [4]

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{VK}{A}. \quad (2.7)$$

Celková zadluženost je základním ukazatelem pro hodnocení zadluženosti. Do vztahu je dán cizí kapitál *CZ* k celkovým aktivům. Obecně platí zásada, že při růstu hodnoty tohoto

ukazatele roste zadluženost podniku a tedy riziko pro věřitele a akcionáře. Vzhledem k tomu, že cizí kapitál je v důsledku nákladové uznatelnosti levnějším zdrojem financování, je zapotřebí hledat optimální poměr mezi celkovou zadlužeností a zadlužeností vlastního kapitálu. [4]

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}. \quad (2.8)$$

Úrokové krytí měří schopnost zisku před úroky a daněmi pokrýt nákladové úroky  $U$ . [4]

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{U}. \quad (2.9)$$

Úrokové zatížení je převrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí. Hodnota tohoto ukazatele udává procentní podíl nákladových úroků na zisku. Velikost úrokového zatížení by měla být sledována spolu s rentabilitou, zadlužeností a úrokovou sazbou. [4]

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{U}{EBIT}. \quad (2.10)$$

Finanční páka  $FP$  vypovídá o tom, kolik korun majetku aktiv firmy připadá na 1 korunu vlastních zdrojů. Z hlediska dlouhodobého stabilního vývoje podniku je optimální, pokud finanční páka vykazuje stabilní nebo alespoň neklesající hodnoty. Ukazatel finanční páky je tím větší, čím je větší zadlužení. Cizí zdroje jsou levnější z hlediska nákladu kapitálu než zdroje vlastní, proto zadluženost do jisté míry přispívá ke zvyšování rentability vlastního kapitálu. [4]

$$FP = \frac{A}{VK}. \quad (2.11)$$

Ziskový účinek finanční páky  $ZUFP$  měří, nakolik je připojení cizích zdrojů k vlastnímu kapitálu ještě ziskové. Zadluženost zvyšuje náklady na úroky, proto je nutné sledovat, zda podnik dokáže zhodnotit své prostředky více než je úroková sazba dluhu. Pomocí jednoduchého výpočtu lze sledovat tento ziskový účinek. [4]

$$ZUFP = \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{A}{VK}. \quad (2.12)$$

Pokud je hodnota ukazatele větší než 1, pak zvyšování zadluženosti přispívá rentabilitě vlastního kapitálu.

### **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity se zaměřují na schopnost managementu dosahovat ziskovosti při optimálním využití majetku. Kvantifikují a analyzují intenzitu, účinnost a rychlost využití

podnikového majetku. Zkoumána je rychlost obratu aktiv dána obratem aktiv, někdy vyjádřena v době obratu aktiv. Poměruje tedy celková aktiva nebo jejich složky k tržbám.

Rychlost obratu aktiv měří intenzitu využití celkového majetku. Hodnota ukazatele vyjadřuje, kolikrát se určitá položka (aktiva) přeměnila do jiné položky, nebo-li kolikrát hodnota tržeb převyšuje hodnotu určité položky (aktiv). [3]

$$\text{Rychlost obratu aktiv} = \frac{T}{A}. \quad (2.13)$$

Doba obratu aktiv informuje o době, která je potřebná k obratu dané položky. Jinak řečeno, jde o dobu (počet dní), po kterou je kapitál relativně vázán v dané položce aktiva. [3]

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{A \cdot 360}{T}. \quad (2.14)$$

Doba obratu zásob vyjadřuje počet dnů, po které jsou zásoby vázány v podniku, nebo-li jak dlouho trvá, než jsou zásoby přeměněny na tržby. Interpretace tohoto ukazatele souvisí s činností podniku. Nízká doba obratu zásob může u jednoho podniku být znakem podkapitalizování, u jiného je v důsledku nízké potřeby držení zásob normálním stavem. [3]

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{T}. \quad (2.15)$$

Doba obratu pohledávek ukazuje, jak dlouho jsou peněžní prostředky podniku vázány ve formě pohledávek, nebo-li jaká je doba splatnosti pohledávek. [3]

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{T}. \quad (2.16)$$

Doba obratu zásob měří počet dnů vázanosti peněžních prostředků ve formě krátkodobých závazků KZ, nebo-li jaká je doba splatnosti závazků. [3]

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{KZ \cdot 360}{T}. \quad (2.17)$$

Sledování doby obratu pohledávek a doby obratu závazků je důležité pro vytvoření si prvotního obrazu o solventnosti podniku. Všeobecně by mělo být dodržováno tzv. „pravidlo solventnosti“, a sice to, že splácení pohledávek ze strany odběratelů by mělo nastat v dříve než splácení závazků dodavatelům. Pokud společnost platí závazky dříve než obdrží peníze z pohledávek, může časem dojít k problémům se solventností.

### ***Ukazatele likvidity***

Ukazatele likvidity zjišťují schopnost podniku hradit své závazky. Likvidita je spojena se získáváním dostatku peněžních prostředků, aby mohly být hrazeny potřebné platby.

Souvisí s množstvím likvidního majetku podniku a jeho strukturou. Všeobecně se zkoumá poměr těchto likvidních aktiv ke krátkodobým závazkům společnosti.

Ukazatel celkové likvidity je ukazatel měřící objem oběžných aktiv  $OA$  ke krátkodobým závazkům. Problémem však je, že ve skutečnosti nejsou oběžná aktiva dostatečně likvidní formou majetku, aby mohla být dostatečně rychle přeměněna na peníze. Doporučená výše ukazatele celkové likvidity je v rozmezí 1,5 – 2,5. [3]

$$\text{Celková likvidita} = \frac{OA}{KZ}. \quad (2.18)$$

Ukazatel pohotové likvidity se snaží o odstranění nedostatků předcházejícího ukazatele, neboť jsou do čitatele započítávány oběžná aktiva očištěná o hodnotu závazků. Oběžná aktiva by navíc měla být snížena o nedobytné pohledávky a pohledávky po lhůtě splatnosti, jejichž likvidnost je velmi nízká. Doporučená výše ukazatele pohotové likvidity je v rozmezí 1,0 – 1,5. [3]

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ}. \quad (2.19)$$

Ukazatel okamžité likvidity počítá jen s nejlikvidnějšími aktivy, tj. s penězi a peněžními ekvivalenty, tj. s pohotovými platebními prostředky  $PPP$ . Ukazatel často dosahuje nestabilních výsledků, slouží tedy především k dokreslení úrovně likvidity podniku. Doporučené hodnoty pro ukazatel okamžité likvidity jsou v rozmezí 0,2 – 0,5. [3]

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PPP}{KZ}. \quad (2.20)$$

### ***Ukazatele kapitálového trhu***

Ukazatele kapitálového se opírají o informace z kapitálového trhu. Tyto ukazatele sledují především akcionáři, kteří se zajímají o výši vyplacených dividend nebo růst hodnoty akcie, do které investovali peněžní prostředky.

Čistý zisk na akcii (Earnings Per Share –  $EPS$ ) je ukazatelem měřícím výši čistého zisku připadajícího na jednu akcii. Do poměru je dán čistý zisk a počet kosů kmenových akcií  $Q_{shares}$ . Jde o množství peněz, které maximálně může být vyplaceno v podobě dividendy na jednu akcii. Čím vyšší ukazatel, tím větší dividendy a tím větší spokojenost akcionářů tlačící na růst hodnoty akcií a tedy i podniku. [3]

$$EPS = \frac{EAT}{Q_{shares}}. \quad (2.21)$$

Price-Earnings Ratio ( $P/E$ ) může být interpretován jako doba návratnosti investice, neboť ho lze interpretovat jako počet let, kdy se bude cena zaplacená za akcii rovnat jejímu výnosu. Hodnota  $P/E$  může být využita také pro rozhodnutí pro nákup či prodej. Nízká hodnota  $P/E$  může signalizovat vhodnou dobu k nákupu. V neposlední řadě bývá tento ukazatel často využíván pro určování očekávané hodnoty akcie. [3]

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{EPS} . \quad (2.22)$$

Dividendový výnos vyjadřuje skutečnou výnosnost akcie. Je zohledněn poměr dividend, které byly vyplaceny akcionáři, a vynaložených prostředků na nákup akcie v podobě její tržní ceny. [3]

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{tržní cena akcie}} . \quad (2.23)$$

Payout Ratio (výplatní poměr) měří, kolik je vypláceno z čistého zisku v podobě dividend. [3]

$$\text{Payout ratio} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{EPS} . \quad (2.24)$$

Market-to-Book Ratio je ukazatel vypovídající o poměru tržní hodnoty podniku, zastoupené sumou tržních cen akcií  $MP_{shares}$ , a jeho účetní hodnoty, zastoupené účetní hodnotou akcie  $BP_{shares}$ . Tento ukazatel by měl následovat rostoucí trend. [3]

$$\text{Market – to – Book Ratio} = \frac{\sum MP_{shares}}{BP_{shares}} . \quad (2.25)$$

### 3.2.3.3 *Analýza souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně*

Smyslem souhrnných modelů je vyjádřit finanční situaci podniku pomocí jednoho čísla. Modely byly sestaveny na základě předpokladu, že již několik let před úpadkem lze identifikovat určité anomálie, které tento úpadek predikují. Souhrnné modely lze rozdělit do dvou skupin:

- bankrotní modely (vyjadřují možnost úpadku),
- bonitní (ratingové) modely (vyjadřují možnost zhoršení finanční situace podniku).

Všechny souhrnné modely mohou být považovány pouze jako doplňkový charakter finanční analýzy, rozhodně je nelze využít samostatně pro posouzení celkové finanční situace.

### Index IN 95

Index důvěryhodnosti vychází z českých podmínek a zohledňuje zvláštnosti českého účetnictví a ekonomické situace České republiky. Model byl sestaven v následujícím tvaru, [3]

$$IN = V_1 \cdot \frac{A}{CZ} + V_2 \cdot \frac{EBIT}{U} + V_3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V_4 \cdot \frac{T}{A} + V_5 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU} + V_6 \cdot \frac{ZPL}{T}, \quad (2.26)$$

kde  $KBU$  jsou krátkodobé bankovní úvěry a  $ZPL$  závazky po lhůtě splatnosti.  $V_1$  až  $V_6$  jsou váhy jednotlivých ukazatelů určené dle příslušnosti podniku k odvětví. Pro stavebnictví jsou váhy následující [9],

$$V_1 = 0,3, V_2 = 0,11, V_3 = 5,74, V_4 = 0,4, V_5 = 0,1 \text{ a } V_6 = 16,5.$$

Hodnota indexu větší než 2 znamená, že firma má schopnost platit bezproblémově své závazky. Hodnota menší než 2 ale větší než 1 indikuje šedou zónu, kdy mohou nastat problémy s placením závazků. Hodnota menší než 1 poukazuje na nedostatečnou schopnost platit své závazky.

### Kralickův Quick-test

Kralickův Quick-test patří mezi ratingové souhrnné modely. Hodnocena je finanční stabilita, výnosová situace a souhrnná finanční situace pomocí bodů přidělených intervalům hodnot jednotlivých ukazatelů. Souhrnné hodnocení je pak provedeno na bázi váženého průměru. Hodnocené ukazatele a body přidělené intervalům hodnot jsou následující. [3]

$$VK / A \quad (2.27)$$

0,3 a více	4 body
0,2 až 0,3	3 body
0,1 až 0,2	2 body
0,0 až 0,1	1 bod
0,00 a méně	0 bodů

$$(dluhy celkem - peněžní prostředky) / \text{provozní CF} \quad (2.28)$$

3 a méně	4 body
3 až 5	3 body
5 až 12	2 body
12 až 30	1 bod
30 a více	0 bodů

$$EBIT / A \quad (2.29)$$

0,15 a více	4 body
0,12 až 0,15	3 body
0,08 až 0,12	2 body
0,00 až 0,08	1 bod
0,00 a méně	0 bodů

0,1 a více	4 body
0,08 až 0,1	3 body
0,05 až 0,08	2 body
0,00 až 0,05	1 bod
0,00 a méně	0 bodů

### 3.2.4 Finanční plán

Finanční plán sestává z plánované rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Než je naplánována celková sestava těchto výkazů, je vhodné provést analýzu a prognózu tzv. „generátorů hodnoty“. Jako generátor hodnoty lze označit takovou podnikohospodářskou veličinu, která ovlivňuje hodnotu podniku. Pokud je hodnota podniku určována prostřednictvím metody diskontovaných peněžních toků, pak jsou za generátory hodnoty považovány následující veličiny: [7]

- tržby,
- provozní ziskové rozpětí,
- pracovní kapitál,
- investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
- náklady kapitálu
- způsob financování (velikost cizího kapitálu),
- doba existence podniku.

Pro počáteční tvorbu finančního plánu jsou důležité zejména první čtyři veličiny.

#### 3.2.4.1 *Plán tržeb*

V případě tržního ocenění bude plán tržeb vycházet z tržních podmínek relevantního trhu. Analýza a predikce vývoje tržeb je součástí strategické analýzy. Tržby podniku se vyvíjejí stejně jako trh, jehož procento růstu je odhadováno expertní organizací, znalci nebo jinými výzkumy příslušného odvětví.

#### 3.2.4.2 *Plán provozního ziskového rozpětí*

Provozní ziskové rozpětí nebo-li zisková marže či rentabilita tržeb, charakterizována vzorcem (2.6), udává schopnost podniku dosahovat zisku při daných tržbách. Pro tvorbu plánu je důležité sledovat vývoj ziskového rozpětí tak, aby podnik dosahoval co největšího

ziskového rozpětí, které odráží schopnost vyrábět výrobek nebo službu s úzkými náklady nebo za vysokou cenu.

Faktory, které ovlivňují ziskovou marži jsou nákladové a výnosové položky provozního výsledku hospodaření. Proto součástí plánu ziskové marže jsou také významné nákladové položky jako výkonová spotřeba, osobní náklady aj.

Prognóza do budoucna je provedena na základě průměrného minulého vývoje, u něhož byla snaha o zachování, aby bylo co nejméně zasahováno do přirozeného fungování podniku.

#### **3.2.4.3 Plán čistého pracovního kapitálu**

Čistý pracovní kapitál ČPK, který je zpracováván při plánování generátorů hodnoty je odvozen následovně, [7]

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{KCZ}, \quad (2.31)$$

kde KCZ je krátkodobý cizí kapitál.

Principem tvorby plánu je zjištění náročnosti růstu výkonů podniku na zásoby, pohledávky, krátkodobý finanční majetek a krátkodobé závazky. Náročnost je zjištěna pomocí průměrného podílu daného kapitálu na tržbách. Plán do budoucna pak vycházel ze zachování těchto průměrných hodnot.

#### **3.2.4.4 Plán investic do dlouhodobého hmotného majetku**

Vhodnou metodou pro plánování investic do dlouhodobého majetku je i zde analýza minulosti, a sice analýza závislosti majetku na výkonech.

#### **3.2.4.5 Plán výkazu zisku a ztráty**

Plán výkazu zisku a ztráty vychází z plánu generátorů hodnoty, kde jsou naplánovány stěžejní položky jako tržby, výkony, osobní náklady a ostatní náklady spojené s provozem. Jediná položka chybící pro úplnost provozního výsledku hospodaření je stanovení odpisů. Odpisy souvisí s vývojem majetku. Na základě předpokladu ponechání stejné odpisové politiky i pro budoucí léta mohou být odpisy stanoveny podílem na dlouhodobém majetku.

Finanční výsledek hospodaření je tvořen výnosovými a nákladovými úroky a ostatními finančními náklady a výnosy. Nákladové výnosy a ostatní finanční výnosy souvisí s krátkodobým finančním majetkem, u něhož předpokládáme, že je ve většině případů uložen na běžných účtech, které jsou úročeny. Nákladové úroky a ostatní finanční náklady budou



stanoveny na základě vývoje bankovních úvěrů a výpomocí, za které společnost naopak úrok musí platit.

Poslední pozornost by měla být věnována daňové sazbě.

#### **3.2.4.6 Plán rozvahy**

Dlouhodobý a oběžný majetek je již naplánován. Stav aktiv je tedy pro budoucnost znám. Otázkou zůstává forma financování tohoto majetku. I zde lze využít informací z minulosti. Pokud u podniku výrazně převládal jistý zdroj financování, je i do budoucna předpoklad, že jej bude společnost preferovat. Není proto na škodu zjistit průměrný podíl cizích zdrojů na aktivech a tento podíl přenést i do plánovaných let.

Součástí cizího kapitálu jsou krátkodobé závazky, které jsou již připraveny v provedené analýze a prognóze generátorů hodnoty (plánu pracovního kapitálu). Položka bankovních úvěrů by měla být konzultována se společností, neboť je zapotřebí zohlednit nejen nové úvěry, ale také splátky úvěrů minulých.

### **3.3 Faktor času a rizika, náklady kapitálu**

V jedné z nejzákladnějších definic hodnoty podniku je hovořeno o jejím odvození z budoucích příjmů, které lze pro podnik očekávat. Z důvodu rozdílného vnímání peněz v čase  $t_0$  a v čase  $t_1$  je nutné všechny tyto budoucí příjmy převést na současnou hodnotu. Peníze, které jsou obdrženy v čase  $t_0$  mají větší hodnotu, neboť do času  $t_1$  mohou již být zdrojem pro investici, ze které obdržíme další příjmy. Je hovořeno o tzv. „časové hodnotě peněz“, která při úvahách o budoucí hodnotě podniku musí být při jejím výpočtu zohledněna. Převedení na současnou hodnotu je provedeno na základě diskontování, [5]

$$SH \text{ jednotlivé částky} = \text{částka} \cdot \frac{1}{(1+i)^n}, \quad (2.32)$$

kde  $SH$  je současná hodnota,  $i$  jsou náklady kapitálu,  $n$  počet let.

Další faktor, který je nutné mít na paměti při určování hodnoty podniku, je riziko, že očekávané příjmy nebudou následovat naplánovaný scénář. Míra rizika je pak dána rozptylem skutečných hodnot příjmů od těch očekávaných. Celkové riziko plynoucí pro podnik lze členit na systematické (neovlivnitelné managementem podniku) a jedinečné (ovlivnitelné správným rozhodnutím managementu).

Jak faktor času tak faktor rizika je zohledněn v nákladech kapitálu. Z hlediska toho, kdo na základě nabízené investice přijímá investorův kapitál, je cena kapitálu (úroky)

vynaložená na tento kapitál chápána jako náklady kapitálu. Další možnou interpretací je pohled ze strany toho, kdo kapitál nabízí. Pak můžou být náklady kapitálu chápány jako výnosnost očekávaná investorem z budoucího peněžního toku po připuštění existence rizika, že tento výnos získán nebude.[7] Očekávání této výnosnosti by mělo být podpořeno existencí stejné výnosnosti u alternativní investice se stejným rizikem.

### 3.3.1 Určení nákladů kapitálu

Metoda pro kalkulaci nákladů kapitálu by měla být určena v souladu s kategorií hodnoty. V případě tržního ocenění by mělo být vycházeno z tržních dat. Složení takovýchto nákladů kapitálu by mělo být určeno na základě výnosnosti relativně bezrizikového aktiva a rizikové přírážky (tržní).

Náklady kapitálu lze vnímat ze tří pohledů, a to náklady na cizí kapitál, náklady na vlastní kapitál a celkové náklady kapitálu.

#### 3.3.1.1 *Určení nákladů na cizí kapitál*

Náklady na cizí kapitál se odvíjejí od výše úrokové sazby nebo kupónové platby běžně placené věřitelům za poskytnuté peněžní prostředky. Výpočet by pak proběhl následovně, [3]

$$R_D = i \cdot (1 - tax), \quad (2.33)$$

kde  $R_D$  jsou náklady dluhu,  $i$  úroková míra,  $tax$  je sazba daně.

Úroková míra může být zjištěna poměrem nákladových úroků k průměrnému stavu bankovních úvěrů  $\varnothing BU$ . [3]

$$i = \frac{U}{\varnothing BU}. \quad (2.34)$$

Velikost úrokové sazby je ovlivněna mnoha faktory. Mezi nejdůležitější lze zařadit dobu splatnosti poskytnuté půjčky, bonitu dlužníka nebo kam budou půjčené peníze investovány.

#### 3.3.1.2 *Určení nákladů na vlastní kapitál*

Základními metodami používanými pro určení nákladů kapitálu jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv (Capital Assets Pricing Model – CAPM),
- arbitrážní model (Arbitrage Pricing Model – APM),
- dividendový růstový model,

- stavebnicové modely.

Z důvodu použití modelu *CAPM* a stavebnicového modelu pro ocenění společnosti v praktické části bude následující komentář věnovaný pouze těmto dvěma metodám určování nákladu vlastního kapitálu.

### **Model *CAPM***

Model *CAPM* patří mezi tržní přístupy k určování nákladu kapitálu. Je rovnovážným modelem oceňování kapitálových aktiv, jehož rovnováha je dána mezním sklonem očekávaného výnosu a rizika, které jsou pro všechny investory stejné. Výnos aktiva je daný lineárním vztahem k výnosu tržního portfolia. Obecný tvar modelu je následující, [3]

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.35)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  očekávaný výnos tržního portfolia a  $E(R_M) - R_F$  riziková premie.

Koeficient  $\beta_E$  je ovlivněn zadlužeností podniku. Přepočet koeficientu  $\beta^U$  pro nezadluženou firmu na koeficient  $\beta^L$  pro zadluženou firmu lze provést pomocí následujícího vztahu, [3]

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[ 1 + (1 - tax) \cdot \frac{CZ}{VK} \right], \quad (2.36)$$

### **Stavebnicový model**

Stavebnicový model je dobře využitelný v krátkodobě fungující tržní ekonomice, kde ještě není natolik vyvinutý kapitálový trh nebo v případě, že společnost nemá obchodovatelné akcie na kapitálovém trhu. U takovýchto ekonomik či podniků by se těžko hledal koeficient  $\beta$ . Podoba stavebnicových modelů je různá, dále popsána bude metodika ministerstva průmyslu a obchodu, kde jsou náklady kapitálu nezadlužené firmy  $WACC_U$  stanoveny jako součet výnosností bezrizikového aktiva a rizikových přírážek. [19]

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{fin.stab.} + R_{LA}, \quad (2.37)$$

kde  $R_{podnikatelské}$  je riziková přírážka za podnikatelské riziko,  $R_{fin.stab.}$  riziková přírážka za riziko plynoucí z finanční stability a  $R_{LA}$  riziková přírážka za velikost podniku.

Průměrné vážené náklady celkového kapitálu zadlužené firmy  $WACC_L$  pak lze dopočítat podle, [3]

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot tax\right), \quad (2.38)$$

kde  $UZ$  jsou úplatné cizí zdroje a ty jsou rovny  $UZ = BU + VK + O$ . [19]

Náklady na vlastní kapitál mohou být dopočteny pomocí následujícího vztahu,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1 - tax) \cdot \frac{U}{BU + O} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}. \quad (2.39)$$

### ***Přirážka za podnikatelské riziko***

Při hledání výše přirážky za podnikatelské riziko je vycházeno z ukazatele  $\frac{EBIT}{A}$ , který je porovnán s ukazatelem  $X_1$ , který vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Ukazatel  $X_1$  je vyjádřen následovně, [19]

$$X_1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{U}{BU + O}. \quad (2.40)$$

Pokud  $\frac{EBIT}{A} > X_1$ , pak je riziková přirážka za podnikatelské riziko 0 %, pokud  $\frac{EBIT}{A} < 0$ , pak je 10 % a pokud bude  $\frac{EBIT}{A} \geq 0$  a zároveň  $\frac{EBIT}{A} \leq X_1$ , pak se přirážka za podnikatelské riziko dopočítá podle vztahu, [19]

$$R_{podnikatelské} = \left(X_1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2 / (10 \cdot X_1^2). \quad (2.41)$$

### ***Riziková přirážka za riziko plynoucí z finanční stability***

Je vycházeno z ukazatele celkové likvidity  $\frac{OA}{KZ}$ , který je porovnán s mezní hodnotou likvidity celého průmyslu  $XL$ . V případě, že je  $XL$  menší než 1,25, pak se průměr průmyslu rovná 1,25. Pokud je větší než 1,25, pak se rovná hodnotě likvidity průmyslu  $XL$ .

Rizikovou přirážku zjistíme porovnáním likvidity podniku s hodnotou  $XL$ . Jeli celková likvidita podniku větší než  $XL$ , pak je riziková přirážka rovna 0 %. Je-li celková likvidita podniku menší než  $XL$ , pak je přirážka rovna 10 %. Pokud je celková likvidita větší než 1 a zároveň menší než  $XL$ , je riziková přirážka dopočtena jako, [19]

$$R_{fin.stab.} = (XL - celková\ likvidita)^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2. \quad (2.42)$$

### ***Riziková přírážka za velikost podniku***

Pokud jsou úplatné zdroje *UZ*, tvořené vlastním kapitálem, bankovními úvěry a obligacemi, větší než 3 mld. Kč, pak je riziková přírážka rovna 0 %. Jsou-li úplatné zdroje menší než 100 mil. Kč, pak je riziková přírážka 5 %. Jsou-li *UZ* větší než 100 mil. Kč a zároveň menší než 3 mld. Kč, pak je riziková přírážka dopočtena jako, [19]

$$R_{LA} = (3mld.Kč - UZ)^2 / 168,2. \quad (2.43)$$

## **3.4 Metody oceňování podniku**

Cílem ocenění je vyjádření hodnoty podniku pomocí peněžité částky. V dnešní době existuje mnoho modelů, kterými lze k peněžitému ekvivalentu dojít, volba závisí na oceňovateli a hlavně na účelu ocenění, od něhož se odvíjí i kategorie hodnoty podniku. V zásadě metody oceňování lze třídit do čtyř kategorií [3]:

- výnosové metody,
- majetkové metody,
- komparativní metody,
- kombinované metody.

Metody budou dále rozvedeny, hlavní pozornost však bude věnována metodám použitým v praktické části, tedy výnosovým metodám.

### **3.4.1 Výnosové metody**

Tyto metody vychází ze skutečnosti, že hodnota podniku je dána očekávaným užitekem. Za užitek lze pro případy ocenění považovat dividendy, zisk nebo budoucí peněžní toky. Podle toho, jaká veličina zastupuje pojem užitek, lze rozlišovat následující výnosové metody: [5]

- metoda diskontovaného peněžního toku (*DCF*),
- metoda kapitalizovaných zisků,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (*EVA*).

### 3.4.1.1 Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF)

Tuto metodu lze považovat za nejpoužívanější. Principem je ocenění budoucího užitku, který je zastoupen budoucími příjmy převedenými na současnou hodnotu pomocí diskontního faktoru. Mezi nejpoužívanější metody DCF patří metoda DCF-Entity a metoda DCF-Equity.

Metody se od sebe navzájem liší výpočtem budoucích peněžních toků (příjmů), náklady kapitálu, jakožto diskontní mírou a kategorií výsledné hodnoty.

Nejen u metod DCF, ale všeobecně u všech výnosových metod se diskontované budoucí toky mohou sledovat za různá období – fáze. Pokud by bylo předpokládáno, že podnik funguje do nekonečna, tak pro takovéto období by se peněžní toky jen stěží odhadovaly. Proto je na základě předpokladu, že podnik prochází určitými vývojovými fázemi, možné použít metody, které se rozlišují na jednofázové, dvoufázové, či obecně vícefázové.

#### Jednofázová metoda – pokračující hodnota (perpetuita)

Tato metoda je postavena na předpokladu stejného chování podniku po celé neomezené období. Peněžní toky (Free Cash Flow - FCF) jsou po celé období konstantní. Hodnota je pak určena jako pokračující hodnota PH, nebo pokračující hodnota s konstantním růstem nebo poklesem g. [3]

$$V = PH = \frac{FCF}{R} \text{ nebo } V = PH = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.44)$$

kde R jsou náklady kapitálu a  $g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}$ ,  $g \in (-1; R)$  a zároveň  $g_t \neq R$ . [3]

#### Dvoufázová metoda

Tato metoda umožňuje přesnější a realističtější stanovení budoucích peněžních toků. Trvání firmy je rozděleno na dvě fáze. První fáze  $V_1$  je minimálně plánována na 3 až 6 let, fáze  $V_2$  následuje bezprostředně po ukončení fáze  $V_1$  a trvá do nekonečna. Hodnota firmy je pak dána vztahem, [3]

$$V = V_1 + V_2 \quad (2.45)$$

Hodnota první fáze je dána, [3]

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.46)$$

kde T je délka první fáze,  $R_1$  jsou náklady kapitálu první fáze.

Hodnota druhé fáze je dána pokračující hodnotou diskontovanou k momentu ocenění. [3]

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.47)$$

### **Metoda DCF-Entity**

Pro výpočet hodnoty metodou *DCF-Entity* jsou nejprve odhadnuty peněžní toky pro vlastníky a věřitele (Free Cash Flow to the Firm – *FCFF*) dle následujícího schématu. [11]

$$FCFF_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{CPK}_t - INV_t + U_t \cdot (1 - tax), \quad (2.48)$$

kde  $ODP_t$  jsou odpisy,  $\Delta\check{CPK}_t$  změna čistého pracovního kapitálu a  $INV_t$  investice.

Následuje propočet celkové hodnoty podniku  $V_A$  (hodnoty brutto) dle vzorců (2.45), (2.46) a (2.47), kdy za volné peněžní toky  $FCF$  jsou dosazeny volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele  $FCFF$ , které jsou diskontovány průměrnými váženými náklady kapitálu  $WACC_L$ .

Pokud by měla být vypočtena hodnota vlastního kapitálu  $V_E$  (hodnota netto), byla by získána odečtením úročeného cizího kapitálu  $CZ_U$  k datu ocenění podniku. [7]

$$V_E = V_A - CZ_U. \quad (2.49)$$

### **Metoda DCF-Equity**

Pomocí následujícího vztahu jsou dopočteny volné peněžní toky pro vlastníky  $FCFE$ , [11]

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{CPK}_t - INV_t + S_t, \quad (2.50)$$

kde  $S_t$  je saldo, nebo-li rozdíl čerpání dluhu a splátky dluhu.

Pomocí vzorců (2.45), (2.46) a (2.47) je dopočtena hodnota vlastního kapitálu  $V_E$ , kdy za volné peněžní toky  $FCF$  jsou dosazeny volné peněžní toky pro vlastníky  $FCFE$ , které jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu  $R_E$ .

#### **3.4.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků**

Tato metoda je založena na zjištění současné hodnoty budoucích zisků. Podkladem pro určení budoucího zisku jsou výkazy zisku a ztráty a rozvahy za poslední 3 až 5 let. Tyto údaje jsou podrobeny úpravám, aby mohl být určen trvale udržitelný zisk. Účetně vykázaný zisk je upraven např. o mimořádné výnosy a náklady přechodného charakteru, odpisy jsou upraveny

o reálné opotřebení, jsou vyloučeny náklady a výnosy nesouvisející s hlavní činností podniku, nepravidelné výnosy jsou zprůměrovány, dochází k vyloučení skrytých rezerv aj. Trvale udržitelný zisk  $Z$  je pak propočten dle následujícího vztahu. [3]

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.51)$$

kde  $Z_t$  je zisk minulých let upravený o zmíněné korekce,  $w_t$  jsou váhy jednotlivých období.

Pokračující hodnota je pak vypočtena, [3]

$$PH = \frac{Z}{R}. \quad (2.52)$$

### 3.4.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty - EVA

Model ekonomické přidané hodnoty *EVA* je v poslední době stále častěji zmiňován a využíván jak při hodnocení a řízení výkonnosti podniku tak při jeho ocenění.

Cílem koncepce *EVA* bylo změřit, jak podnik zvyšuje svoji akcionářskou hodnotu. Vyšší akcionářská hodnota totiž podniku zabezpečuje snížení nákladů na nově získaný kapitál prostřednictvím vlastních akcií. Zároveň pomáhá snižovat nebezpečí nepřátelského převzetí, kdy by se v případě nevyužití kapacit podniku mohl této šance na zvýšení hodnoty podniku (akcií) chopit někdo jiný. Hnací silou k vytvoření nového modelu hodnocení podniku byla taktéž nedostatečná vykazovací schopnost běžných účetních ukazatelů (*ROE*, *ROA*...), které jsou ovlivněny výší hospodářského výsledku, který může být zkreslen legálními účetními postupy, navíc nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko.

Hodnota *EVA* je chápána jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu, [8]

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC, \quad (2.53)$$

kde *NOPAT* je zisk z operativní činnosti podniku po dani a *NOA* operativní aktiva nebo [8]

$$EVA_t = EAT_t - R_E \cdot VK_{t-1}. \quad (2.54)$$

Je-li hodnota *EVA* kladná, byla vytvořena nová hodnota, v případě záporného výsledku dochází k úbytku hodnoty.

V souvislosti s *EVA* je hovořeno o operativní činnosti a operativních aktivech. Pojem operativní činnost je zde taková činnost, která vyplývá ze základního podnikatelského účelu [8]. Operativní aktiva jsou pak všechna aktiva, ať účetní tak jakékoli jiné užítky, které má podnik pod kontrolou (nemusí mít vlastnické právo) a které v budoucnu mohou sloužit ekonomickému užitku [7].



Při použití metody *EVA* je nejčastěji zmiňována metoda *EVA - Entity* a metoda *EVA - Equity*.

### **Metoda EVA- Entity**

Pomocí metody *EVA-Entity* je pomocí následujícího vztahu dopočtena celková hodnota podniku, tedy hodnota brutto, [8]

$$V_A = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1 + WACC)^T} + A_0, \quad (2.55)$$

kde  $NOA_0$  jsou čistá operativní aktiva k datu ocenění,  $NOA_{t-1}$  čistá operativní aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku  $t$ ,  $NOPAT_t$  operativní hospodářský výsledek po dani v roce  $t$ ,  $T$  počet let explicitně plánovaných *EVA* a  $A_0$  neoperativní aktiva k datu ocenění.

### **EVA Equity**

Následující vztah udává výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku pomocí metody *EVA-Equity*. [8]

$$V_E = VK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EAT_t - R_E \cdot VK_{t-1}}{(1 + R_E)^t} + \frac{EAT_{T+1} - R_E \cdot VK_T}{R_E \cdot (1 + R_E)^T} + A_0, \quad (2.56)$$

kde  $VK_0$  je hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění dána obecným vztahem, [8]

$$VK_t = NOA_t - CZ_{U_t}, \quad (2.57)$$

a hodnota hospodářského výsledku po daních a úrocích je dopočtena podle, [8]

$$EAT_t = NOPAT_t - U_t \cdot (1 - tax), \quad (2.58)$$

kde  $U$  jsou nákladové úroky včetně nákladů na leasing a dlouhodobý pronájem.

## **3.4.2 Majetkové metody**

### **3.4.2.1 Účetní metoda**

Hodnota podniku vyplývá z historického ocenění stálého majetku, oběžného majetku, tedy zjišťování účetní hodnoty aktiv  $A$ , od které je odečtena hodnota závazků a dluhů, tedy cizího kapitálu  $CZ$ . Výsledkem je hodnota vlastního kapitálu. [3]

$$V_E = A - CZ. \quad (2.59)$$

### 3.4.2.2 *Substanční metoda*

Hodnota vlastního kapitálu je vypočtena na principu součtu reprodukčních pořizovacích cen aktiv snížených o reálné ocenění závazků. Výpočet probíhá vypočtením substanční hodnoty brutto, kterou lze dostat souhrnem majetkových hodnot v reprodukčních pořizovacích cenách a výnosů z prodeje nepotřebného majetku. Hodnota netto je pak dopočtena odečtením reálných cen závazků a dluhů. [3]

### 3.4.2.3 *Metoda likvidační hodnoty*

Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku. Ocenění vychází z předpokladu, že podnik ukončí svou činnost a všechny majetek bude rozprodán. Hodnota podniku netto je pak dána sumou takto získaných prostředků po odečtení veškerých závazků podniku a odměny likvidátora. [3]

## 3.4.3 Komparativní metody

Podstata ocenění touto metodou vychází z porovnání dat srovnatelných podniků. K porovnání dochází nejčastěji u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány na kapitálovém trhu, a to pomocí multiplikátorů. Ty vyjadřují rozdíl mezi absolutní hodnotou vybraného ukazatele oceňovaného podniku a porovnávaného podniku. Multiplikátor může mít jednu z následujících forem. [3]

$$\text{multiplikátor } P / E = \frac{\text{tržní cena}}{EPS}, \quad (2.60)$$

$$\text{multiplikátor } MV_A / BV_A = \frac{MV_A}{BV_A}, \quad (2.61)$$

kde  $MV_A$  je tržní hodnota firmy a  $BV_A$  je účetní hodnota firmy.

S výše uvedenými multiplikátory je možno určit buď hodnotu vlastního kapitálu  $V_E$  nebo hodnotu aktiv  $V_A$ . [3]

$$V_E = \text{multiplikátor } P / E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot EAT_{\text{ocenovaná firma}}, \quad (2.62)$$

$$V_A = \text{multiplikátor } MV / BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot BV_{A \text{ ocenovaná firma}}. \quad (2.63)$$

Využitelnost této metody v podmínkách České republiky je zatím omezenější v důsledku malého procenta výskytu srovnatelných firem.

### 3.4.4 Kombinované metody

Kombinovaná metoda je založena na využití všech dříve objasněných metod, kterým jsou přiřazeny váhy podle důležitosti výsledků a je učiněn průměr. [3]

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.64)$$

kde  $w_i$  jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám, přitom  $w_i \in (0;1)$  a  $\sum_i w_i = 1$ ,  $V_i$  je hodnota dopočtená dle jednotlivých metod.

## 4 Ocenění podniku vybranými metodami a zhodnocení výsledků

### 4.1 Charakteristika společnosti

Obchodní jméno:	ABC, s.r.o
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Datum vzniku:	28. listopadu 2006
Základní kapitál:	200 000 Kč

Firma vznikla v roce 1990 jako firma specializující se na servis plynových kotlů a hořáků. V současné době zajišťuje komplexní dodávku staveb, a to včetně projektové dokumentace, inženýrské činnosti a vlastní montáže stavby. Firma během let rozšířila svou působnost a dnes se její činnost týká pěti hlavních oborů PSV a dalších oborů HSV, prodeje TZB zařízení, včetně netradičních materiálů, servisu plynu a tlakových zařízení, revizích vyhrazených plynových, tlakových a elektrických zařízení. V současnosti společnost provádí své práce v souladu s certifikací ČSN EN ISO 9001:2001.

V roce 2006 proběhla transformace z původní právní formy na novou, a sice na společnost s ručením omezeným ABC, s.r.o, která je předmětem ocenění.

Společnost se zaměřuje na dodávky průmyslovým objektům a obytným domům zejména v rámci Moravskoslezského kraje. Mezi hlavní činnosti patří:

- vodoinstalace a kanalizace,
- plyno-instalace - komplexní dodávka kotlen,
- elektroinstalace, měření a regulace,
- finální dodávky vytápění průmyslových hal infrazářiči, teplo-vzdušnými jednotkami bez omezení výkonu, vč. zajištění energetického auditu a dotací EU,
- topenářské a instalatérské práce vč. vytápění rodinných domů klasicky i alternativními zdroji (tepelná čerpadla, solární kolektory),
- finální dodávky kotlen, předávacích stanic bez omezení výkonu,
- opravy, montáže a revize tlakových nádob a tlakových celků kategorie A, B,
- opravy, montáže a revize teplovodních, horkovodních a parních kotlů kategorie 3 a 4,
- výroba anuloidů a rozdělovačů KOMBI KOBRA,
- servis plynových zařízení a předávacích stanic bez omezení výkonu.

## **4.2 Strategická analýza**

V této části práce bude analyzován celkový výnosový potenciál společnosti, který je odvozen z vnějšího a vnitřního potenciálu podniku. Analýza vnějšího potenciálu znamená zařazení podniku do příslušného podnikatelského prostředí a uvědomění si veškerých šancí a rizik. Analýza vnitřního potenciálu pak zahrnuje posouzení, jak je podnik schopen využít daných šancí a rizik relevantního trhu. Výstupem těchto dvou analýz bude SWOT analýza.

### **4.2.1 Analýza vnějšího potenciálu**

Nejprve bude vymezen relevantní trh dle předmětu činnosti společnosti, území a zákazníků. Dále bude provedena stručná analýza současné i budoucí situace celkového podnikatelského prostředí společnosti, aby takto byla dostána do povědomí rizika a šance související s činností podniku. Posléze budou analyzovány faktory ovlivňující relevantní trh a odhadnuta jeho atraktivita.

#### **4.2.1.1 Vymezení relevantního trhu**

Předmět podnikání společnosti je uveden v rámci představení profilu společnosti. Pro analýzu vnějšího prostředí má vymezení příslušnosti podniku k danému trhu velký význam. Na jeho základě můžeme provést identifikaci základních charakteristik trhu a také vypracovat prognózu jeho dalšího vývoje.

Činnost společnosti ABC, s.r.o. je podle CZ NACE zařazena do sekce F stavebnictví, konkrétně do oddílu 43 specializované stavební činnosti, skupiny 43.2 Elektroinstalační, instalatérské a ostatní stavebně instalační práce. Dle klasifikace OKEČ spadá činnost společnosti do oddílu 45 Stavebnictví, skupiny 45.3 Stavební a montážní práce. Společnost se zaměřuje na dodávky průmyslovým objektům a obytným domům zejména v rámci Moravskoslezského kraje.

#### **4.2.1.2 Základní charakteristika stavebního odvětví**

Stavební průmysl není odvětvím nikterak novým. Jedná se o odvětví rostoucí, ale s pomalým tempem růstu. Hlavní konkurenční činitel je cena, nicméně podniky se snaží předhánět ostatní například i rychlostí a kvalitou provádění zakázek.

Ve stavebním průmyslu se pohybuje velké množství podniků. Největší podíl na počtu podniků mají společnosti do 100 zaměstnanců [16]. Důvodem je, že trendem v dnešním

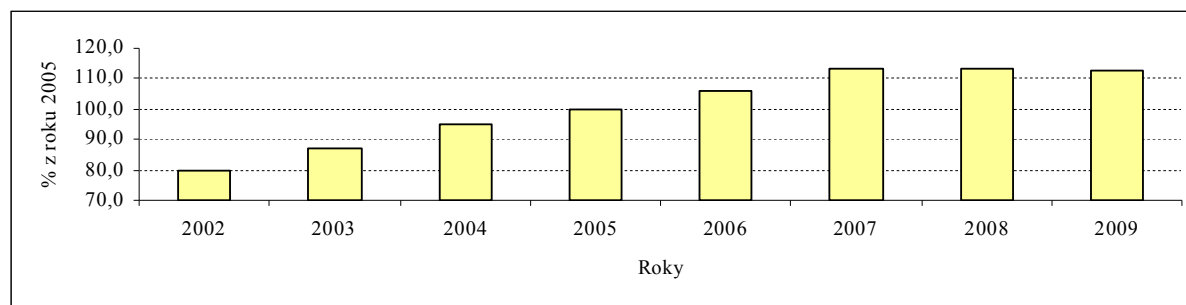
stavebním průmyslu začíná být výroba založená na subdodavateli, kdy má podnik kmenových zaměstnanců jen tolik, kolik považuje za nezbytně nutné na zajištění malých a rychlých zakázek. Stavebnictví je ve velké míře i sezónní záležitostí a podnikům přes zimu výroba stojí, neboť se velká část prací nedá provádět.

Z hlediska poptávky je stavebních podniků velké množství. Zákazník ze soukromého sektoru má na výběr velké množství společností, kterým může zakázku nabídnout a v případě, že se jedná o nabídku lukrativní, před ním žádný podnik nezavře dveře. Veřejný sektor, který se na stavebním průmyslu podílí větší měrou, pak má povinnost vypisovat na zakázky výběrová řízení, kterých se zpravidla účastní od 10 do 40 podniků. [19]

#### 4.2.1.3 *Trendy ve stavebnictví od roku 2002 do 2009*

Stavebnictví je klasickým příkladem cyklického odvětví, které zesíleně kopíruje vývoj ekonomiky. Často dokonce předstihne hospodářský cyklus a může tak vypovídat o budoucím vývoji ekonomiky. Ve fázi expanze dosahují společnosti velmi dobré výsledky, naopak v období recese, kdy klesá poptávka po jejich produktech a službách, dosahují výsledků nejhorších. Následující graf zachycuje vývoj stavební produkce v celé České republice ve stálých cenách jakožto průměr roku 2005.

Graf 4.1 Vývoj stavební produkce v ČR

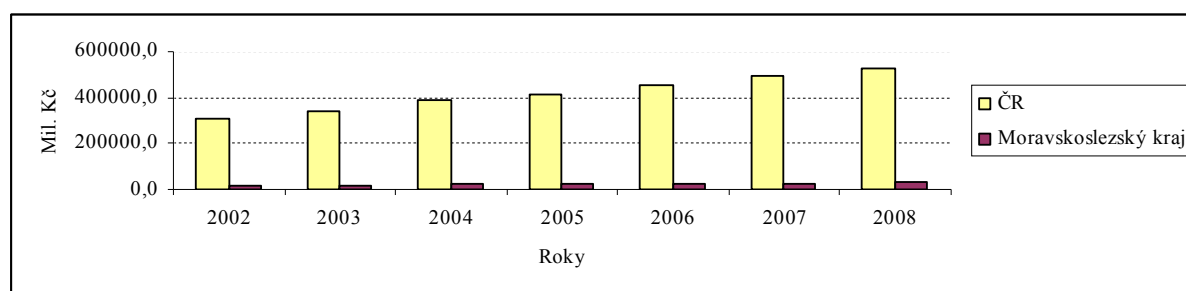


Zdroj: Český statistický úřad [16]

Dle ministerstva průmyslu a obchodu rokem 2000 nastalo období oživení a růstu, které trvalo do roku 2008. Tempa meziročního růstu ve srovnatelných cenách se pohybovala v intervalu +2,5 až +9,7 %, z toho k největšímu růstu došlo v letech 2003 a 2004 (o 7,4 % a 7,7 %), v roce 2005 rostla produkce pomalejším tempem (4,9 %), aby v roce 2006 a 2007 opět mohla růst o 6 % a 7%. V roce 2008 je již zaznamenán 0% růst a v roce 2009 dokonce první pokles o 1,1 %. [16]

Vývoj stavebních prací v Moravskoslezském kraji v porovnání s celou českou republikou zachycuje graf 4.2.

Graf 4.2 Vývoj stavebních prací v Moravskoslezském kraji a v ČR (běžné ceny)



Zdroj: Český statistický úřad [16]

Podíl stavebních prací v Moravskoslezském kraji na stavebních pracích za celou Českou republiku je v průměru 5,5 %.[16]

Zastoupení jednotlivých stavebních prací v Moravskoslezském kraji je následující:[19]

- inženýrská výstavba 36,4 % ze všech stavebních prací v kraji,
- výstavba nevýrobních nebytových budov 15,1 %,
- práce na opravách a údržbě 13,9 % (celorepublikový průměr je 11,2 %),
- výstavba nebytových výrobních budov 19,6 % (za celé sledované období zůstává nižší než průměr za ČR),
- bytová výstavba - 10,4 % (průměr za ČR 15,3 %).

Podíl stavebnictví na HDP roste. Dá se tedy říci, že výkonnost stavebnictví do jisté míry stimuluje růst HDP. Tabulka 4.1 ukazuje výši HDP v mil. Kč v Moravskoslezském kraji a k tomu porovnává výši fixního kapitálu vytvořeného ve stavebnictví, který zahrnuje jak budovy a stavby, tak provedené stavební práce.

Tab. 4.1 Podíl hrubého fixního kapitálu na HDP Moravskoslezského kraje (podíl stavebnictví na HDP)

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
HDP v kupních cenách (mil.Kč)	234510	246170	283574	308968	326621	360037	372458
Hrubý fixní kapitál ve stavebnictví (mil. Kč)	13429	14548	15801	15790	17389	20713	22468
Podíl na HDP	5,7%	5,9%	5,6%	5,1%	5,3%	5,8%	6,0%

Zdroj: Český statistický úřad [16]

Počet ekonomických subjektů zařazených dle členění CZ-NACE do oddílu 43 (specializované stavební činnosti) činil v Moravskoslezském kraji na konci roku 2008 16 970 ekonomických subjektů [19]. Z celkového počtu registrovaných ekonomických subjektů všech odvětví, měly stavební podniky podíl 7,06 % [19].

Pro sledování vývojového trendu ve stavebnictví slouží údaje o stavebních zakázkách a počtu stavebních povolení. Tyto údaje mají dokonce schopnost predikovat budoucí vývoj. Přibližně platí, že nárůst stavebních zakázek indikuje zrychlení růstu HDP s jednoletým předstihem.

Tab. 4.2 Zakázky na stavební práce v ČR<sup>1</sup>

Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Zakázky celkem (mld. Kč)	206 192	228 104	276 758	248 839	299 024	263 528	309 357

Zdroj: Český statistický úřad [16]

Jak je vidět, do roku 2008 počet zakázek rostl. V současné době je již jisté, že rok 2009 je zlomovým. Myšlenky z první poloviny roku 2008 na výrazně pozitivní výhled na vývoj stavebnictví v roce 2009 (7% růst stavební výroby) jsou pryč a nastoupily úvahy o řešení tíživé situace. Již v roce 2009 bylo nutno řešit pokles v odvětví stavebnictví, na které tak jako na jiná odvětví dolehla finanční krize. Společnosti se díky optimistickým předpovědím nestihly na zhoršené podmínky podnikání připravit a mnohé měly problémy se solventností.

#### 4.2.1.4 Faktory ovlivňující relevantní trh – atraktivita trhu

Relevantní trh představuje zejména Moravskoslezský kraj. Růst trhu v tuto chvíli nepřichází v úvahu, je všeobecně počítáno se stagnací či dokonce poklesem. Po odeznění ekonomické krize bude však prostor pro zvětšování trhu. Čím více investorů bude s obnoveným ekonomickým růstem přicházet do Moravskoslezského kraje a čím více bude stavebních povoleních rozšiřující obytné kapacity, tím větší se bude stávat trh. Všeobecně lze říci, že trh se bude zvětšovat s ekonomickým růstem, neboť stavebnictví je cyklickým odvětvím. Možnost růstu trhu zvyšuje jeho atraktivitu, kterou dle tohoto kritéria lze odhadnout na 80 %.

V rámci intenzity přímé konkurence lze poznamenat, že v Moravskoslezském kraji se vyskytuje celkem 16 970 firem, které se dle CZ NACE řadí do stejného oddílu 43 (specializované stavební činnosti). Malé bariéry vstupu zaručují velkou konkurenci a pouze ty nejsilnější firmy na trhu setrvávají. Zvyšující se nároky na konkurenceschopnost oslabují atraktivitu trhu a v tomto případě je ohodnocena pouze na 30 %.

Jak již bylo řečeno, stavebnictví citlivě reaguje na pohyb celkové ekonomiky. V případě elektroinstalačních, instalatérských a ostatních stavebně instalačních prací lze však stagnaci v období recese nebo pokles v období deprese považovat za mírnější než v případě pozemních staveb, jejichž zisky se často odvíjejí od nových stavebních povolení. Činnost, na kterou se zaměřuje ABC, s.r.o., bude poptávána v každém období i když s menším rozsahem,

<sup>1</sup> Zakázky uvedeny v tabulce 4.2 byly zjištěny za celou Českou republiku z důvodu nemožnosti zjištění přesného údaje o vývoji stavebních zakázek za Moravskoslezský kraj. V průměru je z celorepublikových stavebních prací provedeno 9 % [1] v Moravskoslezském kraji, tedy pro představu je možno brát vývoj zakázek pro Moravskoslezský kraj jako 9 % z celorepublikových zakázek.



neboť poptávka bude očištěna od nových projektů, nicméně bude vyhledávána všemi vlastníky či uživateli časem opotřebovanějších staveb nebo zařízení, kteří by jen těžko mohli provozovat své domy nebo průmyslové objekty bez topení, vody či správného fungování kanalizace nebo kotlen. Výši atraktivity trhu z tohoto pohledu lze určit na 40 %.

Dodavateli pro stavební průmysl jsou výrobci a prodejci stavebních hmot a materiálů. Prodejci stavebních hmot je velké množství, což oslabuje intenzitu vyjednávací síly dodavatelů a lze ji tak charakterizovat jako relativně slabou. Tento fakt snižuje náklady na dodavatele a zvyšuje atraktivitu trhu. V tomto případě je ohodnocena na 70 %.

Intenzitu vyjednávací síly zákazníků bylo v minulosti možno charakterizovat jako relativně slabou, kdy poptávka po bytech a stavebních pracích rostla. Důvodem byl i nárůst hypotečních úvěrů a půjček. Zákazník příliš nemohl smlouvat o ceně. V dnešní době útlumu již zákazníci začínají mít silnější vyjednávací sílu. Vzhledem k vysoké zadluženosti společnosti i vzhledem k tomu, že si velká část lidí již v dnešní době otázku bydlení vyřešila, se dá očekávat pokles poptávky po bytech a tedy částečně také po elektroinstalačních, instalatérských a ostatních stavebně instalačních pracích. Znamená to také pokles nabízených cen společností a tedy snížení zisků. Tento fakt atraktivitu snižuje na 20 %.

Bude-li předpokládáno, že celkovou atraktivitu trhu lze určit jako průměr všech jednotlivých faktorů atraktivity, bude se celková atraktivita trhu oceňované společnosti pohybovat okolo 50 %.

#### 4.2.1.5 Faktory národohospodářské

Vývoj ukazatelů bude komentován v rámci celé České republiky neboť poptávka po stavební produkci není ovlivněna pouze faktory regionálními, ale hlavně těmi národními. Dalším důvodem je také fakt, že všeobecná predikce makroekonomických ukazatelů bývá sestavována pro celou Českou republiku.

Tab. 4.3 Hlavní makroekonomické ukazatele ČR

Ukazatel		2005	2006	2007	2008	2009 predikce	2010 predikce	2011 predikce	2012 predikce
HDP	růst v %	6,4	6,4	6,6	3	-5	0,3	2,8	3,3
Spotřeba domácností	růst v %	2,3	5,5	5,7	3,4	0,7	-1,3	2,3	2,5
Průměrná míra inflace	%	1,9	2,5	2,8	6,3	0,9	1,4	1,8	2
Míra nezaměstnanosti	%	7,9	7,1	5,3	4,4	6,5	8,4	8,2	7,4

Zdroj: Český statistický úřad [16, Ministerstvo financí ČR [20]

Tabulka 4.3 znázorňuje jak minulý vývoj makroekonomických ukazatelů [16], tak predikci dle Ministerstva financí ČR. [20] Do roku 2007 byl vývoj HDP velice příznivý. Růst HDP převyšoval růst potencionálního produktu, který byl pro ČR odhadnutý do roku 2007 na

2,5 % ročního růstu. [15] Ekonomický růst nad rámec ekonomických možností tlačil na inflaci, což je taktéž patrné z tabulky 4.3, kdy je vidět, že spolu s růstem HDP rostla cenová hladina. Pozitivem však byl nárůst spotřeby, což je také jedním z hnacích faktorů růstu HDP. Rovněž míra nezaměstnanosti se snižovala.

Od roku 2008 se v ČR začala projevovat celosvětová ekonomická krize. Snížily se soukromé investice, poptávka, ostrý pokles nastal také ve využití kapacit a situace v ekonomice se komplikuje stále omezenými podmínkami financování. Prudké snížení exportu vzhledem k výraznému propadu ve světovém obchodu má pro otevřenou českou ekonomiku katastrofální vliv na HDP. Ačkoli soukromá spotřeba se stále drží poměrně dobře (pro rok 2009 je odhad růstu 0,7 %), k čemuž jí napomáhá také nižší míra inflace (pro rok 2009 je odhad 0,9 %), reálný disponibilní důchod může být přidušen postupným zhoršováním na trhu práce (v roce 2009 až 6,9 % míra nezaměstnanosti). Nejhorším rokem pro růst ekonomiky tedy pravděpodobně byl rok 2009.

Protože se finanční trhy stabilizují, důvěra investorů se zlepšuje a fiskální podněty i uvolnění monetární politiky podněcují skutečnou činnost, propad HDP by se měl zastavit a míra růstu by se dle predikcí ministerstva financí ČR měla dostat do mírně kladných hodnot během roku 2010. Pokud se k pozitivnímu vývoji výše zmíněných faktorů přidá také nárůst přímých investic, které s sebou nesou potřebu výstavby nových výrobních hal, skladů a obchodů, lze počítat se zlepšením podmínek pro fungování ekonomických subjektů v odvětví stavebnictví.

#### **4.2.1.6      *Prognóza vývoje odvětví***

CEEC Research provedl ve spolupráci se společnostmi KPMG Česká republika a Ipsos Tambor analýzu vzorku 100 stavebních firem, které se vyjadřují k nynější situaci a na základě vlastních zkušeností komentují současný stav i budoucí vývoj stavebnictví. [3]

Negativní očekávání ohledně vývoje stavebnictví začínají oslabovat. Celkově dle provedeného výzkumu je očekáván návrat k růstu v roce 2011 (3 %). Pro rok 2010 je předpovídan pokles českého stavebnictví o 3 %. Výhledem pro rok 2012 je podle studie evropského sdružení Euroconstruct růst o 3,1 %. [18] Euroconstruct je evropským sdružením 19 specializovaných výzkumných organizací, které pravidelně vydává aktualizované odhady krátkodobého a střednědobého vývoje na evropských trzích.

Na základě těchto 2 výzkumů a vlastního odhadu pro rok 2013 vypadá celkový vývoj odvětví následovně.

Tab. 4.4 Vývoj odvětví

	2010	2011	2012	2013
Růst / pokles ve stavebnictví (%)	-3	3	3,1	3,3

Zdroj: CEEC Research, Euroconstruct, vlastní zpracování

Na otázky týkající se budoucích tržních podílů reagovalo 62 % firem optimisticky, očekávají mírný růst podílu na trhu. V současnosti však musely všechny dotazované firmy přiznat, že jsou omezeny ve svém růstu. Důvodem je nedostatečná poptávka, nedostatek finančních zdrojů, a to jak vlastních tak cizích, platební schopnost svých partnerů, politická a ekonomická situace země a její dopady právě na poptávku a veřejné zakázky a tvrdá konkurence.

Zvýšit efektivitu fungování stavebních společností je největší priorita pro dalších dvanáct měsíců. Na tuto oblast se chtějí zaměřit všichni respondenti. Dalšími oblastmi, které stavební společnosti hodnotí jako nejdůležitější, jsou optimalizace financování, optimalizace nákupních procesů, plánování a projektový management, zkvalitnění výběru dodavatelů atd.

#### 4.2.2 Analýza konkurence a vnitřního potenciálu

Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku je zaměřena na stanovení tržního podílu oceňovaného podniku a identifikaci hlavních konkurentů podniku. Dále je definována konkurenční síla podniku. Výstupem celé analýzy je odhad vývoje tržního podílu podniku.

##### 4.2.2.1 Tržní podíl společnosti ABC, s.r.o.

Při určení tržního podílu bude vycházeno z údajů za provedené práce dle klasifikace OKEČ (konkrétně za oddíl 45.3 stavební a montážní práce) za celou Českou republiku, jelikož podobná data nejsou za Moravskoslezský kraj dostupná.

Tab. 4.5 Stavební a montážní práce v rámci České republiky (tis. Kč, běžné ceny)

	2006	2007	2008
Stavební a montážní práce v tis. Kč	19 434 239	22 387 099	23 252 087
Počet podniků	397	395	397

Zdroj: Český statistický úřad [16]

Tato data pak budou přepočtena podle podílu, který má Moravskoslezský kraj na celkových stavebních pracích, což je 5,5 % (viz kapitola 4.2.1.3).

Tab. 4.6 Tržní podíl společnosti ABC, s.r.o.

Rok	Stavební a montážní práce v kraji (tis.Kč)	Výkony společnosti (v tis. Kč)	Tržní podíl %
2007	1 231 290	21 109	1,71%
2008	1 278 865	25 513	1,99%

Zdroj: Český statistický úřad [16], vlastní zpracování

Tržní podíl společnosti byl v roce 2007 1,71 % a v roce 2008 stoupl na 1,99 %.

#### 4.2.2.2 Identifikace hlavních konkurentů

Z pohledu počtu ekonomických subjektů v oddílu stavební a montážní práce je konkurence obrovská, na konci roku 2008 bylo zaznamenáno 408 podniků. Podle samotného vnímání společností byli identifikováni jakožto hlavní konkurenti společnost OMNITHERM, a.s., BERNOLD s.r.o. a FRIEDEL - VTP s.r.o.

Společnost OMNITHERM, a.s. se zaměřuje spíše na průmyslové objekty a to konkrétně na vytápění a izolaci průmyslových hal, technické zařízení budov, projekční činnost, energetické služby a audity. Výhodou oproti společnosti ABC, s.r.o. je dobrá sebe prezentace, čímž se dostává více do povědomí široké veřejnosti, spolupráce v oblasti ochrany životního prostředí, partneři jako např. vědecko-technologický park Ostrava a v neposlední řadě větší relevantní trh, mimo pobočky v Ostravě má společnost své zastoupení také v Libčicích nad Vltavou.

Také společnost BERNOLD s.r.o. není pro laickou veřejnost neznámou společností. Nabídka služeb touto společností je velice široká a přidá-li se k ní také dobrá reklama, stává se ze společnosti BERNOLD s.r.o. silný konkurent. Kromě zaměření se na „vodu, plyn a topení“ se BERNOLD s.r.o. orientuje také na stavební činnosti (výstavba rodinných domků, rekonstrukce bytových fondů a průmyslových staveb), poradenskou, projekční a velkoobchodní činnost. Stejně jako OMNITHERM, a.s. působí již na širším trhu než ABC, s.r.o., kromě zastoupení v Ostravě jej nalezneme také v Poříčí nad Sázavou. Konkurenční výhody lze tedy vidět v širším spektru nabídky, dobré reklamě a jméně.

Posledním jmenovaným konkurentem byla společnost FRIEDEL - VTP s.r.o. Činnost této společnosti se velice podobá společnosti ABC, kdy hlavní činnost se odvíjí od plynářských, vodo-instalatérských a topenářských prací spolu s nabízenými službami oprav, montáží a revizí. Společnost stejně jako oceňovaná působí pouze v moravskoslezském kraji a na první pohled nepůsobí žádnou významnou konkurenční výhodou.

Tab. 4.7 Tržní podíly společností OMNITHERM, a.s. a FRIEDEL - VTP s.r.o.

Společnost	Stavební a montážní práce v kraji (v tis.Kč)	Výkony společnosti (v tis. Kč)	Tržní podíl %
OMNITHERM, a.s.	1 278 865	56070	4,38%
FRIEDEL VTP s.r.o.	1 278 865	14 874	1,16%

Zdroj: Obchodní rejstřík [21], Český statistický úřad [16] a vlastní zpracování

Tabulka znázorňuje podíly dvou ze tří hlavních konkurentů oceňované společnosti. Společnost BERNOLD s.r.o. bohužel nezveřejnila žádnou výroční zprávu, aby bylo možno posoudit také její podíl na trhu. Tedy z dostupných informací pro zjednodušený přehled je vidět, že společnost OMNITHERM, a.s. zabírá dvakrát větší trh než oceňovaná společnost, což je pouze hrubý odhad neboť část výkonů patří pobočce mimo Moravskoslezský kraj, které z dostupných údajů nemohly být odhadnuty a tedy zahrnuty do výpočtů. Naopak slabším konkurentem z pohledu obsazenosti trhu je FRIEDEL - VTP s.r.o.

#### 4.2.2.3 Konkurenční síla podniku

Mezi hlavní faktory konkurenční síly patří:

- méně neosobní prostředí a užší kontakt se zákazníkem než velké společnosti,
- dobré jméno společnosti spojeno s dlouhotrvající účastí na trhu,
- stálost zákazníků svědčící o kvalitě výroby a služeb,
- občasná účast na veřejných zakázkách dává potenciálním zákazníkům jistotu kvalitně provedené práce,
- využívání subdodavatelů pro některá provedení práce, což umožňuje výběr z velkého množství nabídek a zajištění tak nejen kvality, ale také lepší konečné ceny pro zákazníky,
- práce v souladu s certifikací ČSN EN ISO 9001:2001 svědčící o provedení kvalitní práce.

Naopak mezi faktory, které konkurenční sílu oslabují patří:

- nedostatečná reklama, slabá propagace jména společnosti,
- nedostatečná diversifikace činnosti oproti některým hlavním konkurentům,
- působení pouze v rámci Moravskoslezského kraje.

#### 4.2.2.4 Odhad vývoje tržního podílu společnosti

Společnost dosahuje průměrné konkurenční síly. Analýza vnitřního prostředí prokázala konkurenceschopnost podniku, nicméně neodhalila žádnou podstatnou výhodu,

kteřá by ji v nejbližší době mohla prosadit nad hlavními konkurenty. Spolu s analýzou vnějšího prostředí, ze které vyplývá, že v období trvání ekonomické krize dojde ke zpomalení tempa růstu relevantního trhu, bude předpokládáno, že tržní podíl společnosti ABC, s.r.o. zůstane nezměněn, tedy ve výši 1,99 %.

### 4.2.3 SWOT analýza

SWOT analýza je syntézou nejvýznamnějších faktorů vnitřního a vnějšího prostředí firmy.

Tab. 4.8 SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Delší existence na trhu</li> <li>• Kvalita práce pod záštitou certifikace ČSN EN ISO 9001:2001</li> <li>• Dobrá likvidita a schopnost platit závazky (viz. finanční analýza)</li> <li>• Slabá vyjednávací síla dodavatelů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Žádné aktivity v oblasti výzkumu a vývoje</li> <li>• Slabá reklama a marketing</li> <li>• Silná vyjednávací síla zákazníků</li> </ul>
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Využití růstu celkového trhu ve stavebnictví po pominutí ekonomické krize</li> <li>• Investice do většího spektra nabízených produktů a služeb</li> <li>• Expanze mimo Moravskoslezský kraj</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Silná konkurence a žádná výrazná konkurenční výhoda</li> <li>• Cyklický charakter podnikání</li> <li>• Očekávaný pokles HDP jako důsledek stále trvající ekonomické krize působící na tržby společnosti</li> </ul>

### 4.3 Finanční analýza

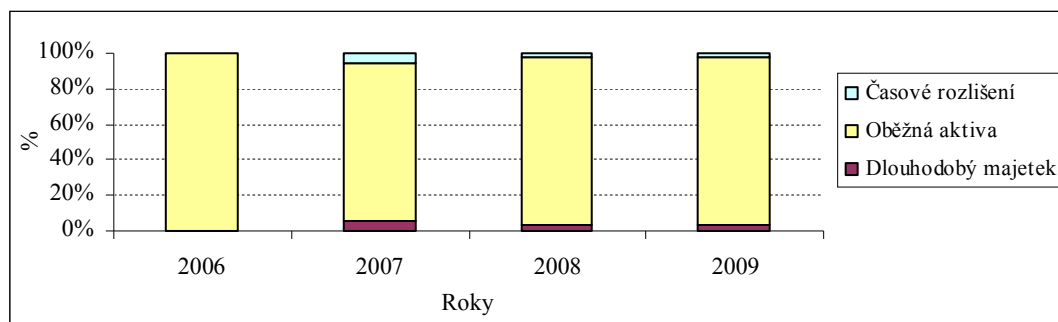
Zdrojem pro finanční analýzu jsou finanční výkazy (rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow) za roky 2006 až 2009. Základní účetní výkazy společnosti jsou uvedeny v přílohách č.1 až č.3. Výkazy za rok 2006 jsou počátečními, proto, aby nedocházelo ke zkreslení situace, budou sloužit spíše pro úplnost informací a veškerá analýza bude směřována spíše letem 2007 až 2009.

### 4.3.1 Analýza účetních výkazů

Pro ucelenější náhled do účetních výkazů společnosti bude provedena jejich horizontální a vertikální analýza. Při horizontální analýze bude sledován vývoj jednotlivých položek v čase a při vertikální analýze vývoj podílu jednotlivých položek na celkové sumě výkazu. Jak horizontální tak vertikální analýza je součástí příloh č. 4 až č. 7.

#### 4.3.1.1 Rozvaha – vertikální analýza

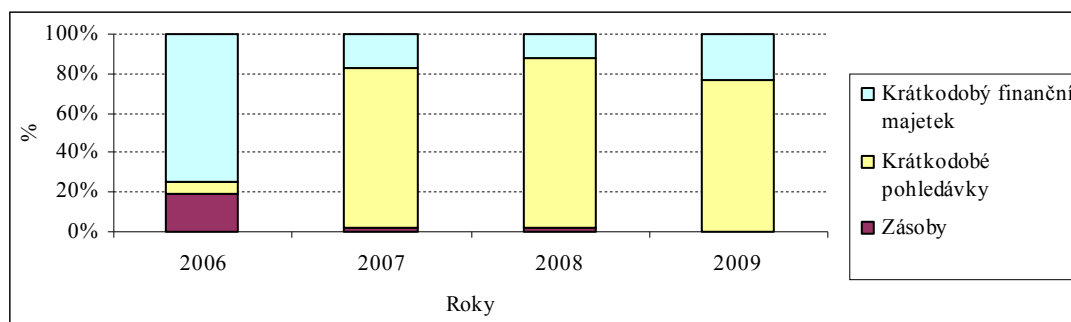
Graf 4.3 Struktura celkových aktiv v %



Z grafu 4.1 je patrné, že největší podíl na aktivech mají oběžná aktiva, což je dáno charakterem společnosti, jejíž činnost není kapitálově náročná. V roce 2006 tvořila oběžná aktiva celých 100 % majetku. V následujících letech se podíl oběžného majetku jen nepatrně snížil, nikdy však neklesl pod hranici 90 %. O zbývající procenta aktiv se dělí dlouhodobý majetek zastoupený výhradně dlouhodobým hmotným majetkem a účty časového rozlišení.

V následujícím grafu jsou zachyceny položky oběžného majetku.

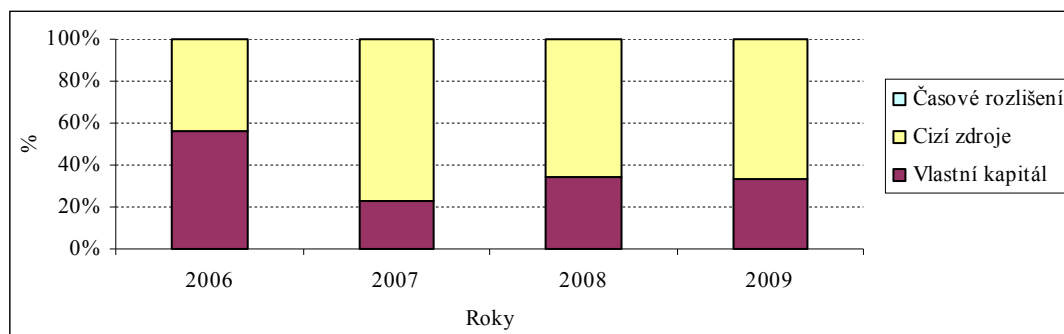
Graf 4.4 Struktura oběžného majetku v %



V roce 2006 byl oběžný majetek zastoupen ze 75 % krátkodobým finančním majetkem, a to penězi v hotovosti a na běžných bankovních účtech, z 19 % zásobami, a to nedokončenou výrobou a zbytek tvořily krátkodobé pohledávky. V následujících letech se situace obrátila a majoritní položkou se staly krátkodobé pohledávky, které v průměru tvoří

75 % oběžných aktiv, teprve zbytek připadl na krátkodobý finanční majetek (v průměru 19 %) a na nedokončenou výrobu.

Graf 4.5 Struktura celkových pasiv v %

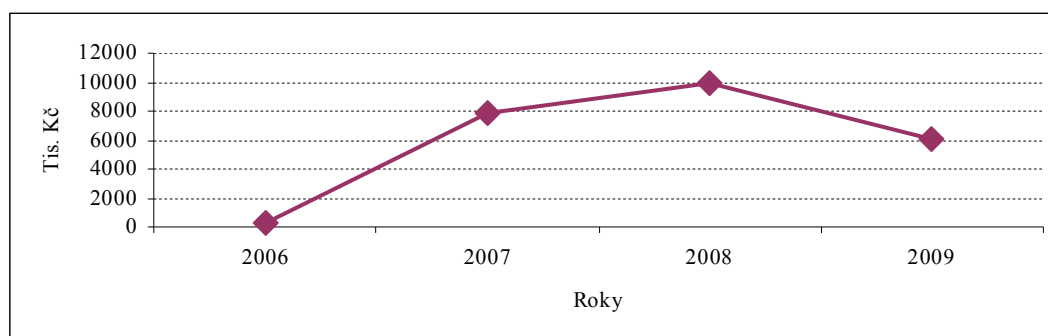


Dle grafu 4.5 lze pozorovat, jak se měnilo financování aktiv. V roce 2006 byla aktiva financována z 56 % vlastním kapitálem. V následujících letech bylo samofinancování nahrazeno cizími zdroji. Cizí zdroje byly po řadě využity od roku 2007 ze 77 %, 66 % a 66 %, kdy největší podíl měly krátkodobé závazky společnosti, po sobě od roku 2007 tvořily 62 %, 55 %, 50 %. Bankovní úvěry a výpomoci se na cizích zdrojích podílely od roku 2007 z 10 %, 8 % a 12 %.

#### 4.3.1.2 Rozvaha – horizontální analýza

Vývoj celkových aktiv (pasiv) je znázorněn v následující tabulce.

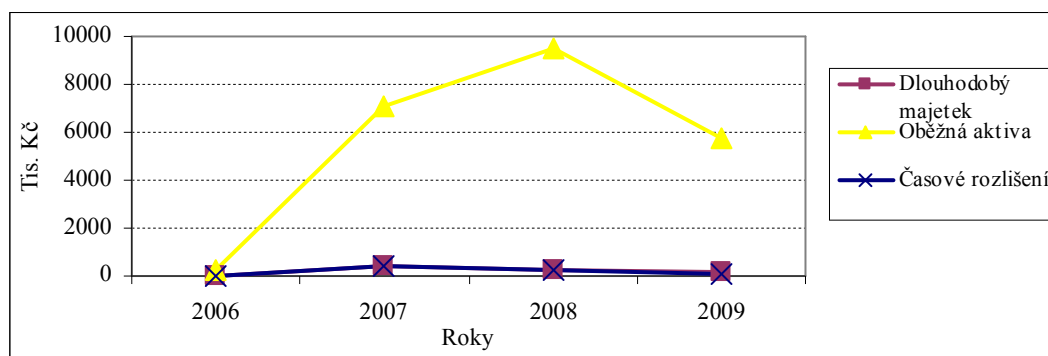
Graf 4.6 Vývoj aktiv (pasiv)



Od roku 2006 do roku 2008 celková aktiva rostla. Rok 2009 byl charakteristický nižším objemem pracovních zakázek, tedy i poklesem objemu krátkodobých pohledávek o 46 %, což mělo za následek celkový pokles aktiv společnosti.

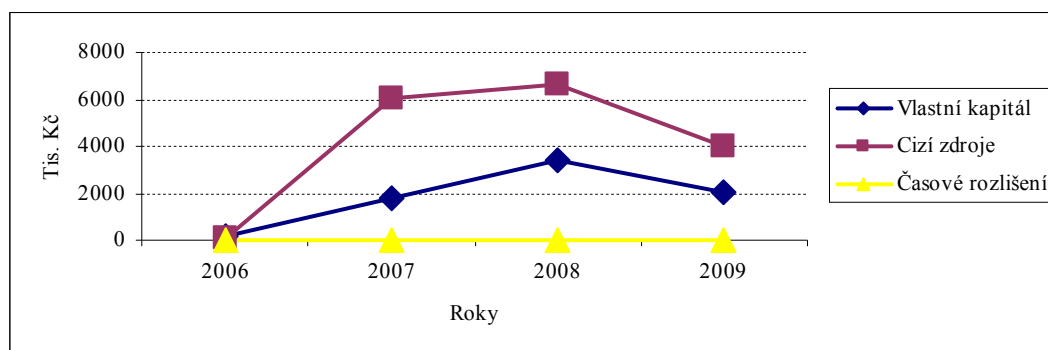


Graf 4.7 Vývoj struktury aktiv v tis. Kč



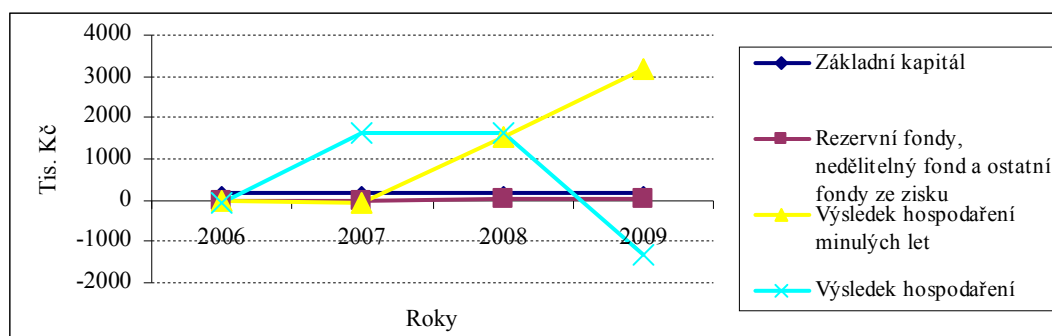
Zatímco dlouhodobý majetek a účty časového rozlišení si drží konstantní úroveň, vývoj oběžného majetku se v čase mění. Do roku 2008 byla zaznamenána rostoucí tendence. V roce 2009 díky již zmíněnému poklesu krátkodobých pohledávek nastal pokles. Z grafu 4.4 je patrný nárůst krátkodobého finančního majetku v roce 2009, konkrétně o 19 %, což je v období krize spolu s již zmíněným poklesem krátkodobých pohledávek dobrým ochranným štítem proti platební neschopnosti.

Graf 4.8 Vývoj struktury pasiv v tis. Kč



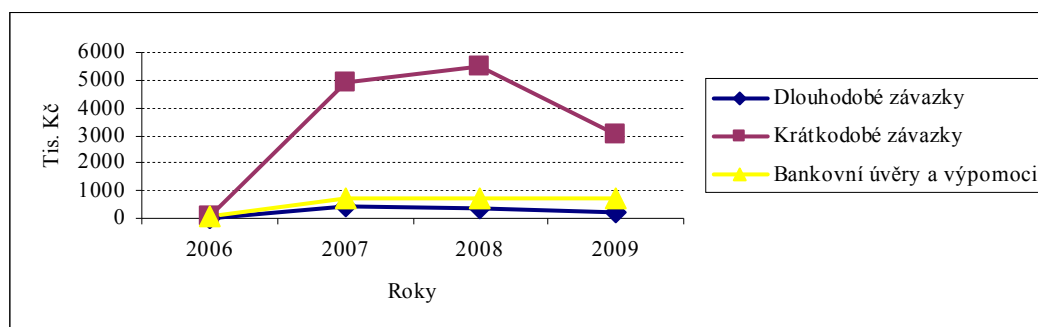
Vývoj celkových pasiv respektuje bilanční pravidlo a tedy kopíruje vývoj aktiv. Úbytek pasiv v roce 2009 byl způsoben jak úbytkem vlastního kapitálu o 40 % v důsledku ztráty, tak úbytkem cizích zdrojů o 39 % v důsledku snížení krátkodobých závazků o 45 %. Vývoj jednotlivých položek vlastního a cizího kapitálu zachycují grafy 4.9 a 4.10.

Graf 4.9 Vývoj položek vlastního kapitálu



Zatímco základní kapitál a rezervní fondy se v průběhu sledovaných let nezměnily, výsledek hospodaření minulých let nebo běžného období procházely určitým vývojem. V roce 2007 tvořil největší podíl na vlastním kapitálu výsledek hospodaření běžného účetního období, v roce 2008 jeho výše jen nepatrně stoupla a naopak v roce 2009 je zaznamenán oproti roku 2008 obrovský pokles o 172 %. Oproti tomu výsledek hospodaření minulých let se stále zvyšoval, v roce 2009 se octl na nejvyšší míře, na 3600 tis. Kč, což je oproti roku 2008 nárůst o 133 %.

Graf 4.10 Vývoj položek cizího kapitálu



Položka dlouhodobých závazků měla v čase klesající tendenci. Bankovní úvěry a výpomoci si od roku 2007 drží stálou hladinu 750 tis. Kč. Jsou tvořeny kontokorentním úvěrem, jehož čerpaná částka je do konce roku vždy splacena. Největší podíl na cizích zdrojích tvořily krátkodobé závazky, které do roku 2008 rostly, avšak v roce 2009 v důsledku krize klesly z roku 2008 na rok 2009 o celých 45 %.

#### 4.3.1.3 Výkaz zisku a ztráty – vertikální analýza

Tab. 4.9 Struktura výnosů a nákladů

	2006	2007	2008	2009
	Relativní			
Výnosy celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Provozní výnosy	100,00%	100,00%	99,99%	99,98%
Finanční výnosy	0,00%	0,00%	0,01%	0,02%
Náklady celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Provozní náklady	100,00%	99,88%	99,66%	99,47%
Finanční náklady	0,00%	0,12%	0,34%	0,53%

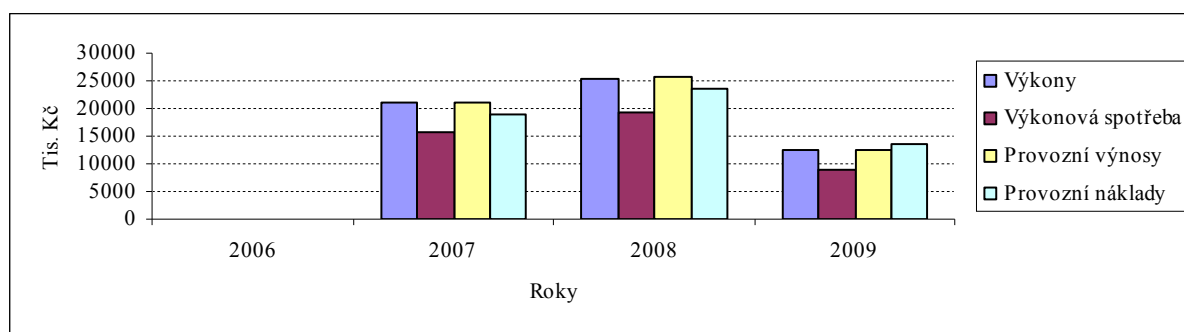
Z tabulky 4.9 je patrná struktura výnosů a nákladů. Provozní výnosy tvořily ve všech letech téměř 100 % celkových výnosů, pouze v letech 2008 a 2009 se na výnosech z 0,01 % a 0,02 % podílely finanční výnosy. Stejně tak při pozorování nákladů je patrná převaha provozních nákladů, a to v průměru 99 % na celkových nákladech. Finanční náklady v letech 2007 až 2009 tvořily po sobě pouze 0,12 %, 0,34 %, 0,53 %.

Nejvýznamnější výnosovou položkou jsou výkony a mezi nejvýznamnější nákladové položky pak kromě výkonové spotřeby patří osobní náklady, které jsou z největší části tvořeny mzdovými náklady.

#### 4.3.1.4 Výkaz zisku a ztráty – horizontální analýza

Vývoj hlavních položek výkazu zisku a ztráty zachycuje graf 4.11. Horizontální analýza celého výkazu zisku a ztráty je součástí přílohy č. 6.

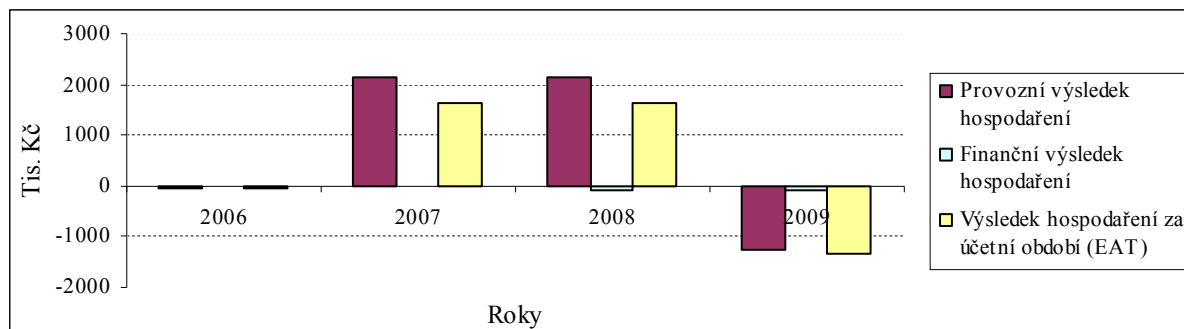
Graf 4.11 Vývoj základních položek výkazu zisku a ztráty



Od roku 2007 do roku 2008 se všechny sledované položky výkazu zisku a ztráty zvyšovaly. Nárůst výkonů byl o 21 %, nicméně rostla i výkonová spotřeba o 22 %, což v konečné fázi způsobilo celkový růst přidané hodnoty pouze o 17 %. Také provozní výnosy, zaznamenaly přírůstek o 21 % a provozní náklady o 23 %. Nárůst provozních nákladů je spojen hlavně s růstem osobních nákladů o 26 % a to zejména nákladů mzdových. V roce 2009 nastal téměř ve všech položkách výkazu pokles. Výkony a provozní výnosy klesly

shodně o 52 %, výkonová spotřeba o 55 %, avšak provozní náklady celkově o pouhých 42 % neboť osobní náklady i v tomto roce rostly o 23 %. Vývoj výsledků hospodaření znázorňuje následující graf.

Graf 4.12 Vývoj výsledků hospodaření



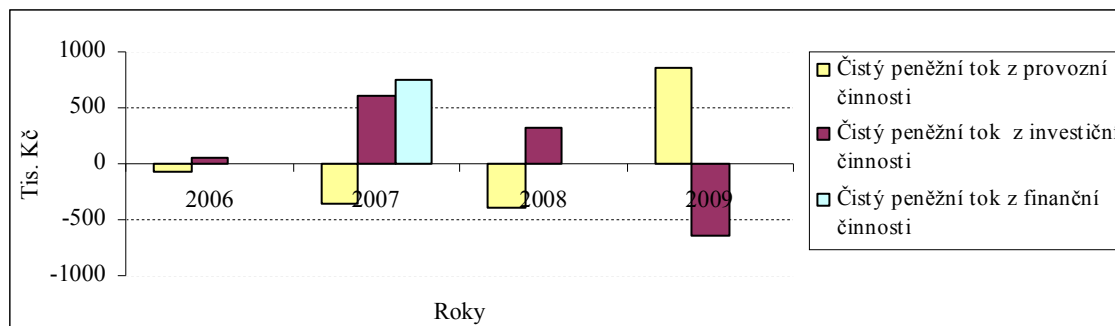
V letech 2007 a 2008 zůstali provozní výsledek hospodaření a výsledek hospodaření za účetní období téměř nezměněny. Finanční výsledek hospodaření klesl o 271 % z roku 2007 na 2008. Významná změna nastala až v roce 2009, kdy se provozní a běžný výsledek hospodaření běžného účetního období dostali do záporných hodnot. Provozní výsledek hospodaření klesl o 160 %, výsledek hospodaření běžného účetního období dokonce o 183 %. Finanční výsledek opět setrval v záporných hodnotách, avšak oproti roku 2008 vzrostl o 12 %.

Celkový pokles výsledku hospodaření je způsoben jak ekonomickou krizí, která ovlivnila výkony, které v roce 2009 nedosáhly takové výše, jako v letech předchozích, tak osobními náklady, které oproti ostatním klesajícím položkám výkazu zisku a ztráty rostly absolutně o 856 tis. Kč a relativně tedy o 23 %.

#### 4.3.1.5 Cash flow analýza

Vývoj peněžního toku z provozní, investiční a finanční činnosti je zachycen v následující tabulce.

Graf 4.13 Vývoj cash flow v tis. Kč

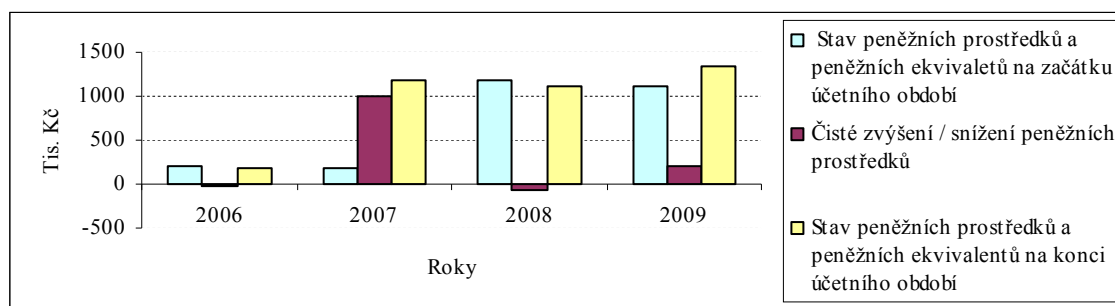


Graf 4.13 znázorňuje vývoj tří toků zachycených ve výkazu cash flow. Peněžní tok z provozní činnosti se pohyboval až do roku 2008 v záporných číslech. V roce 2006 chybělo v ABC 63 tis. Kč, v roce 2007 už to bylo 360 tis. Kč a v roce 2008 se suma provozního cash flow snížila o dalších 8 % na -388 tis. Kč. Důvodem vysokých provozních výdajů, které natolik peněžní toky z provozní činnosti snižovaly, byly výdaje na materiál, který společnost nakupuje, aby mohla provádět svou činnost a dále výdaje na služby, se kterými je spojeno najímání pracovních sil za účelem provedení zakázkových prací. V roce 2009 se výdaje na služby snížily o 51 %, je to způsobeno faktem, že ABC měla dostatek vlastních zaměstnanců a nemusela najímat externí firmy za účelem provedení práce. Podařilo se snížit také výdaje na materiál, což v konečném důsledku vedlo ke kladnému peněžnímu toku z provozní činnosti. V roce 2009 dosáhl až 855 tis. Kč.

Opačný vývoj lze sledovat u peněžního toku z investiční činnosti, který se od roku 2006 do roku 2008 držel v kladných hodnotách ( po řadě 50 tis. Kč, 600 tis. Kč a 329 tis. Kč) v důsledku poskytnutých půjček od společníka. V roce 2009 naopak proběhly investice nové, byl pořízen automobil a vráceny půjčky poskytnuté společníkem, což se okamžitě projevilo v záporném cash flow z investiční činnosti (-441 tis. Kč).

Peníze plynoucí z finanční činnosti se kromě roku 2007 drží na nulové hladině. Společnost využívá pro financování revolvingový úvěr na částku 750 tis. Kč, který ale v případě čerpání peněžních prostředků vždy do konce roku splatí.

Graf 4.14 Celkový tok peněžních prostředků



Stav peněžních prostředků na začátku, v průběhu a na konci období zachycuje graf 4.14. Je patrné, že ať již byly celkové peněžní prostředky v průběhu roku zvýšeny nebo sníženy, bylo vždy dosaženo kladného cash flow. Největší obnos peněžních prostředků společnost dosud držela na konci roku 2009, konkrétně 1532 tis. Kč.

### 4.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

V této části finanční analýzy budou sledovány čtyři oblasti, a to rentabilita, zadluženost, aktivita a likvidita.

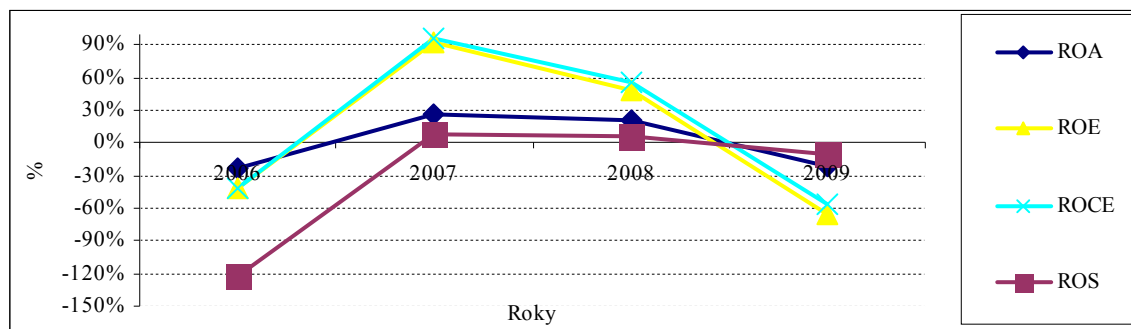
#### 4.3.2.1 Ukazatele rentability

Sledované ukazatele rentability jsou zachycena v následující tabulce.

Tab. 4.10 Ukazatele rentability (v %)

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
ROA	(2.3)	-23	27	21	-21
ROE	(2.4)	-42	92	48	-66
ROCE	(2.5)	-42	96	57	-57
ROS	(2.6)	-123	8	6	-11

Graf 4.15 Ukazatele rentability (v %)



Od roku 2006 do roku 2007 došlo k souhrnnému zvýšení všech ukazatelů rentability. Avšak od roku 2007 doted' je pozorovatelný klesající trend, v roce 2009 dokonce rentabilita nabývá záporných hodnot, což je způsobeno ekonomickou krizí působící na zisk společnosti.

V roce 2007 byla celková aktiva zhodnocena o 27 %, v roce 2008 o 21 % a v roce 2009 bohužel dochází ke ztrátě 21 Kč na 100 Kč aktiv.

Rentabilita vlastního kapitálu dosahuje nejvyšší hodnoty v roce 2007, kdy na 100 Kč vlastních zdrojů připadá 92 Kč čistého zisku. V roce 2008 rentabilita vlastního kapitálu klesá na 48 Kč zisku na 100 Kč vlastního kapitálu, což je ale pořád vyšší výnosnost vlastních prostředků než jiné na trhu dostupné investice. Kritickým je opět rok 2009 kdy ABC nezvládla dostatečně včas čelit nástrahám krize, což se projevilo ve ztrátovosti vlastního kapitálu ze 66 %.

Ukazatel rentability dlouhodobého kapitálu má také od roku 2007 klesající tendenci, kdy postupně klesá ze ziskovosti dlouhodobých zdrojů 96 % na 57 % až na ztrátu 57 %.

Rentabilita tržeb nedosahuje závratných hodnot. V roce 2007 je ziskovost tržeb 8 %, což znamená, že na 100 Kč tržeb připadá 8 Kč zisku před zdaněním a výplatou úroků. V roce 2008 je ziskovost pouze 6 % a jelikož v roce 2009 je evidována ztráta, připadá na 100 Kč tržeb dokonce 11 Kč ztráty. Nedostatečná rentabilita tržeb nepříznivě ovlivňuje také ukazatel rentability aktiv, jehož je při rozkladu součástí a taktéž rentabilitu vlastního kapitálu, kde rentabilitu tržeb nalezneme v modifikované formě (čistý zisk k tržbám).

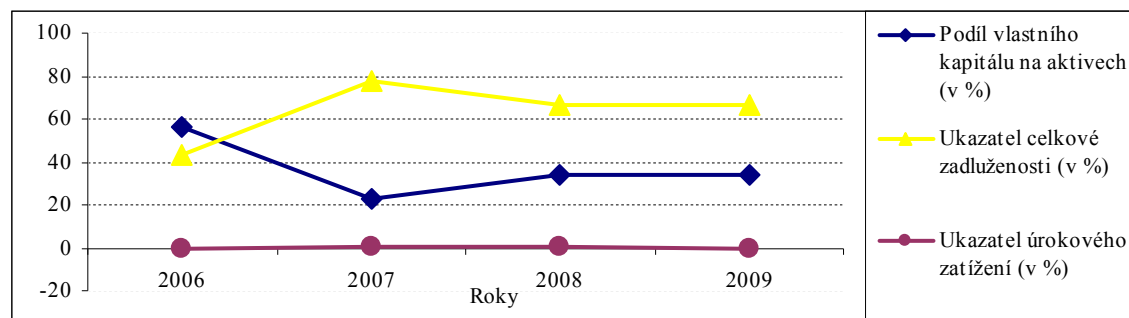
#### 4.3.2.2 Ukazatele zadluženosti a finanční stability

Následující tabulka slouží pro přehled o ukazatelích zadluženosti a finanční stability.

Tab. 4.11 Ukazatele zadluženosti a finanční stability

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Podíl vlastního kapitálu na aktivech (v %)	(2.7)	56	22	34	34
Ukazatel celkové zadluženosti (v %)	(2.8)	44	77	66	66
Ukazatel úrokového krytí	(2.9)	0	2111	703	-432
Ukazatel úrokového zatížení (v %)	(2.10)	0,00	0,05	0,14	-0,23
Finanční páka	(2.11)	1,77	4,46	2,95	2,96

Graf 4.16 Ukazatele zadluženosti a finanční stability (v %)



Vlastní kapitál dosáhl výrazného podílu na aktivech pouze v roce 2006, od roku 2007 byl z velké části nahrazen cizím kapitálem jakožto cizím zdrojem financování aktiv. Tedy v roce 2007 tvořily vlastní zdroje 22 %, v roce 2008 34 % a v roce 2009 taktéž 34 %.

Pokud je známý stav vlastního kapitálu, lze z toho ihned vyvodit stav cizího kapitálu, který kontruje vývoji vlastních zdrojů. Jak tedy již může být patrné, tvořily cizí zdroje po sobě od roku 2006 do roku 2009 podíly 44 %, 77 %, 66 % a 66 %. Největší podíl na cizích zdrojích mají krátkodobé závazky. Společnost využívá pro svou činnost cizí zdroje, které jsou pro možnost účtování úroků jakožto nákladové položky snižující základ daně považovány za levnější. Úvahy nad výší cizího kapitálu by se měly odvíjet od výše úroků, které jsou placeny za tento kapitál v porovnání s rentabilitou celkových aktiv. V případě společnosti ABC jsou úroky placeny pouze za revolvingový úvěr, který činí 750 tis Kč. Průměrně nákladové úroky

tvoří 53 tis Kč ročně, tedy úroková sazba pro společnost je v průměru 7 % ročně. Tento náklad je plně pokryt rentabilitou aktiv v roce 2007 a 2008, výjimkou je rok 2009, kdy je společnost ztrátová.

Ukazatel úrokového krytí odhalil, že zisk společnosti před úroky a daněmi je dostatečný na pokrytí úroků. První nákladové úroky se objevily v roce 2007, kdy však nedosahovaly zdaleka průměrné výše, v tomto roce tedy zisk pře úroky a daněmi (dále jen „EBIT“) převyšoval úroky dokonce 2211 násobně, v roce 2008 byly úroky převýšeny 38 násobně. Rok 2009 se opět vymyká běžné situaci v důsledku již tolikrát zmíněné ztrátě.

Ukazatel úrokového zatížení je velmi nízký. Na platbu úroků je použito v roce pouze 0,05 % zisku (míněn EBIT), v roce 2008 3 % a v roce 2009 ABC nedosahuje zisku, platba úroků musí být tedy provedena z jiných zdrojů. V případě, že bude společnost zisková, dalo by se při takovémto nízkém úrokovém zatížení zvažovat navýšení cizích zdrojů formou úvěru.

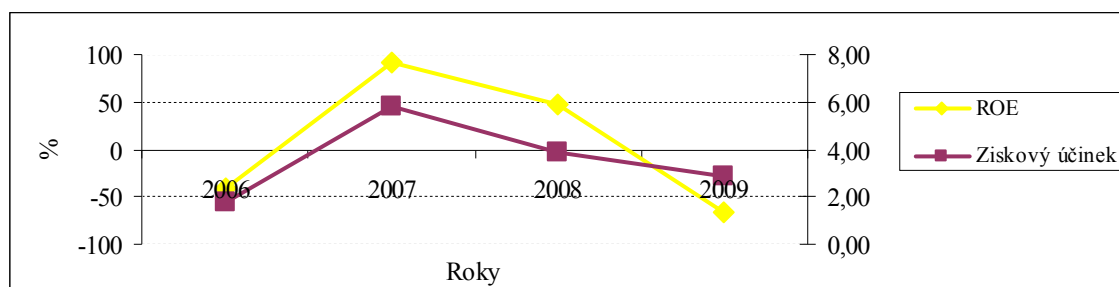
Ukazatel finanční páky by měl být v čase stabilní. Po rozkolísaném startu v roce 2006 a 2007 se jeho hodnota v posledních dvou hodnocených letech ustálila. V roce 2008 dosáhl ukazatel výše 295 % a v roce 2009 296 %. Pro důkladnější interpretaci tohoto ukazatele bude zkoumán tzv. „ziskový účinek finanční páky“, tedy jak působí míra zadlužení na ziskovost společnosti.

Tab. 4.12 Ziskový účinek finanční páky

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Finanční páka	(2.11)	1,77	4,46	2,95	2,96
EBIT/EBT	(2.12)	1,00	1,31	1,30	0,96
Ziskový účinek finanční páky	(2.12)	1,77	5,82	3,84	2,85

Dle tabulky 4.12 lze říci, že za podmínek, že společnost nebude ztrátová, mohla by zvýšit zadlužení, které by přispělo ke zvýšení rentability vlastního kapitálu. V tabulce 4.10 v předchozí podkapitole je uveden ukazatel rentability vlastního kapitálu. Vývoj těchto dvou ukazatelů shrnuje následující graf.

Graf 4.17 Vývoj ROE a ziskového účinku finanční páky





Pokud bude bráno v úvahu, že čím je ziskový účinek páky dále od hodnoty 1 (neboli 100%), tím více se zvyšuje rentabilita zapojením dodatečných cizích zdrojů, je toto tvrzení grafem 4.17 naprosto potvrzeno.

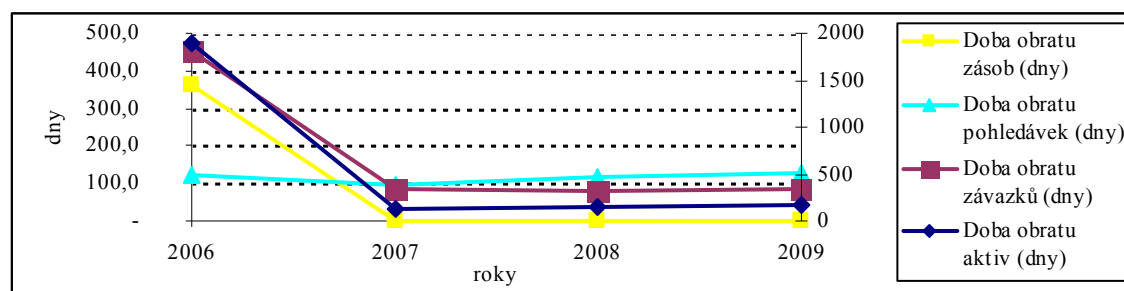
#### 4.3.2.3 Ukazatele aktivity

Následující tabulka zachycuje ukazatele aktivity.

Tab. 4.13 Ukazatele aktivity

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Obrátka celkových aktiv	(2.13)	0,19	2,69	2,56	2,05
Doba obratu aktiv (dny)	(2.14)	1890	134	141	176
Doba obratu zásob (dny)	(2.15)	360	3	2	0,17
Doba obratu pohledávek (dny)	(2.16)	120	97	116	128
Doba obratu závazků (dny)	(2.17)	450	83	78	88

Graf 4.18 Vývoj dob obratu aktiv, zásob, pohledávek, závazků (ve dnech)



Obrat celkových aktiv je zachycen v tabulce 4.13. V roce 2007 bylo vyprodukováno na 100 Kč celkových aktiv 269 Kč, v roce 2008 256 Kč a v roce 2009 došlo k poklesu na 205 Kč. Společnost se snaží opravdu efektivně využívat svůj majetek a dosahovat tak většího zisku. Klesající trend není za současných ekonomických podmínek nijak hrozivý, i tak je obrat ve výši 1,81 za rok v doporučených mezích (nad 1,5). Doba obratu celkových aktiv pak byla od roku 2007 po sobě 134, 141, 176 dnů.

Graf 4.18 zobrazuje vývoj dob obratu zásob, pohledávek a závazků. Doba obratu zásob je velice krátká. Od roku 2007 do roku 2009 nabývá hodnot 3 dny, 2 dny a 0,17 dne. Důvodem je především nízký stav zásob daný objednávkami materiálu přímo na míru aktuální zakázce a rychlým splněním samotné zakázky, což se projevuje v malé výši nedokončené výroby před koncem roku.

Nejvýznamnější položkou oběžného majetku jsou pohledávky, zde je proto důležité sledovat dobu obratu. Ta je dost vysoká. V roce 2007 společnosti odběratelé platili co 97 dnů, v roce 2008 co 116 dnů a v roce 2009 v období krize doba obratu pohledávek narostla až na

128 dnů. Pokud by se doba obratu v příštích letech ještě navyšovala, mohla by mít ABC problémy se solventností.

Možné problémy se solventností naznačuje i vývoj doby obratu závazků. Podle tabulky 4.13 byla v roce 2007 doba na zaplacení dodavatelům 91 dnů, v roce 2007 83 dnů, 2008 78 dnů a v roce 2009 88 dnů. Taktéž z grafu 4.18 je patrné, že dříve dochází k placení závazků než k placení pohledávek.

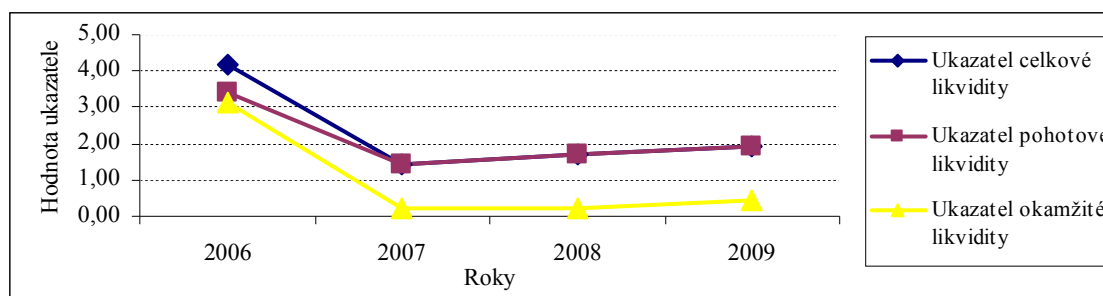
#### 4.3.2.4 Ukazatele likvidity

Následující tabulka slouží pro přehled o ukazatelích likvidity.

Tab. 4.14 Ukazatele likvidity

Ukazatel	Vzorec	2006	2007	2008	2009
Ukazatel celkové likvidity	(2.18)	4,20	1,44	1,72	1,91
Ukazatel pohotové likvidity	(2.19)	3,40	1,41	1,69	1,90
Ukazatel okamžité likvidity	(2.20)	3,13	0,24	0,20	0,44

Graf 4.19 Vývoj ukazatelů likvidity



Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost společnosti vypořádat své splatné závazky. Snižování likvidity je navázáno na zvyšování rentability, proto je důležité najít kompromis mezi těmito ukazateli.

Celková likvidita společnosti je velmi dobrá. Hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat v rozmezí 1,5 až 2,5, což je ve všech letech splněno.

Pohotová likvidita nezahrnuje položku zásob, které jsou ale u ABC v menším množství, proto pohotová likvidita se jen málo liší od celkové likvidity a splňuje rozmezí 1 až 1,5. V letech 2008 a 2009 dokonce tento rámec s hodnotami 1,69 a 1,90 překračuje. V tomto případě by se již dalo hovořit o nadměrné likviditě a ABC by měla uvažovat o využití těchto likvidních prostředků tak, aby se zbytečně nepřipravovala o možnost dosažení vyšší rentability. Dobré výsledky pohotové likvidity souvisí s velkou výší pohledávek, jejichž efektivnější řízení či vymáhání by mohlo být klíčové pro zvýšení rentability nebo zlepšení okamžité likvidity, jejíž hodnoty jsou pod přípustným rozmezím.

Doporučená hodnota peněžní likvidity se pohybuje od 0,2 až 0,5. Jak je vidět z tabulky 4.14 okamžitá likvidita se pohybuje od roku 2007 v přípustných rozmezích. Od roku 2007 do roku 2009 dosahoval ukazatel hodnot 0,24; 0,2 a 0,44.

### 4.3.3 Analýza souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně

V této části bude finanční situace společnosti posouzena souhrnným modelem. Nejdříve bude posuzována možnost úpadku pomocí bankrotního modelu Indexu IN 95, posléze bude hodnocena možnost zhoršení finanční úrovně pomocí bonitního modelu Kralickova Quick – testu.

#### 4.3.3.1 Index IN 95

Následující tabulka zachycuje výpočet hodnoty indexu IN 95.

Tab. 4.15 Výpočet hodnoty Indexu IN 95<sup>2</sup>

Váhy		Ukazatel		2006	2007	2008	2009
0,34	V <sub>1</sub>	aktiva / cizí zdroje	X <sub>1</sub>	2,29	1,29	1,51	1,50
0,11	V <sub>2</sub>	EBIT / nákladové úroky	X <sub>2</sub>	0,00	2111,00	37,64	-25,90
5,74	V <sub>3</sub>	EBIT / aktiva	X <sub>3</sub>	-0,23	0,27	0,21	-0,21
0,35	V <sub>4</sub>	tržby / aktiva	X <sub>4</sub>	0,19	2,69	2,56	2,05
0,1	V <sub>5</sub>	oběžná aktiva / (kr. záv. + kr. BÚ)	X <sub>5</sub>	2,29	1,25	1,51	1,53
16,54	V <sub>6</sub>	Závazky po lhůtě splatn. / tržby	X <sub>6</sub>	0,00	0,00	0,00	0,00
IN <sub>95</sub> = V <sub>1</sub> *X <sub>1</sub> + V <sub>2</sub> *X <sub>2</sub> + V <sub>3</sub> *X <sub>3</sub> + V <sub>4</sub> *X <sub>4</sub> + V <sub>5</sub> *X <sub>5</sub> + V <sub>6</sub> *X <sub>6</sub> (2.26)				-0,27	235,26	6,91	-2,70

Hodnota indexu IN větší než 2 představuje podnik s dobrým finančním zdravím, společnost nemá problémy se splácením svých závazků. Podnik s hodnotou IN mezi 1 a 2 je v situaci, že mohou nastat problémy se splácením a podnik s IN menší než 1 je finančně slabý.

Podle tabulky 4.15 je společnost ABC od roku 2007 do roku 2008 finančně zdravá. Výsledky roku 2009 poukazují na finanční slabost a problémy se splácením závazků. Výsledky roku 2006 jsou zkresleny, neboť tento rok byl prvním rokem působení společnosti.

<sup>2</sup> Hodnoty V<sub>1</sub> až V<sub>6</sub> určeny dle [9].

### 4.3.3.2 *Kralickův Quick-test*

Tab. 4.16 *Kralickův Quick-test*

Ukazatel	2006		2007		2008		2009	
	body		body		body		body	
Vlastní kapitál / aktiva celkem	0,56	4	0,22	3	0,34	4	0,34	4
(Dluhy celkem - peněžní prostředky) / provozní CF	1,24	4	13,60	4	14,14	4	3,13	3
EBIT / aktiva	-0,23	0	0,27	4	0,21	4	-0,21	0
Provozní CF / provozní výnosy	-1,31	0	-0,02	0	-0,02	0	0,07	2
<b>Celkem</b>	<b>8</b>		<b>11</b>		<b>12</b>		<b>9</b>	
finanční stabilita	4		3,5		4		3,5	
výnosová situace	0		2		2		1	
souhrnné hodnocení finanční situace	2		2,75		3		2,25	

Tabulka 4.16 uvádí vývoj finanční stability, výnosové situace a souhrnné hodnocení finanční situace firmy v letech 2006 až 2009. Finanční stabilita je ve všech sledovaných letech dobrá. Výnosová situace pak celkový dojem zhoršuje, kdy v letech 2007 a 2008 se ABC nachází s těmito výsledky v šedé zóně, která indikuje varovný signál, že se společnost může dostat do špatné finanční situace prostřednictvím výnosové situace. Tato indikace se potvrzuje v roce 2009, kdy hodnota 1 indikuje špatnou výnosovou situaci. Celkově lze na základě výsledků 2; 2,75; 3 a 2,25 hodnotit finanční situaci spíše jako dobrou.

### 4.3.4 Zhodnocení finanční situace

V současné komplikované době je velice důležité zajišťovat dostatečnou likviditu a bezproblémově tak dodržovat platby svým dodavatelům, což se společnosti ABC daří. Celková, pohotová i okamžitá likvidita je u ABC bezproblémová. Výše krátkodobého finančního majetku z roku 2008 na rok 2009 vzrostla o 19 %, což je důkazem dostatečné připravenosti podniku na problémy ekonomické krize. Do budoucna by měla být věnována pozornost rozdílné době splatnosti pohledávek a závazků. Optimální doba splatnosti pohledávek by měla být zajištěna jejich efektivnějším řízením nebo vymáháním.

Od roku 2007 se snižuje rentabilita společnosti, ABC proti ní již začíná bojovat snižováním nákladů. V momentě, kdy pominou následky finanční krize, by bylo dobré zvažovat možnost zapojení většího množství cizích zdrojů, neboť analýza ukázala, že ačkoli je podíl cizích zdrojů vysoký (od roku 2007 ze 77 %, 66 % a 66 %), je stále prostor pro zvyšování úrokového zatížení. Tyto zdroje by pak bylo možno využít pro investice, které by podpořili ziskovost společnosti.

Celkově se dá finanční situace posoudit jako dobrá a společnost má perspektivu setrvání na trhu i do budoucna.

#### **4.4 Ocenění podniku vybranými metodami a zhodnocení výsledků**

Cílem této kapitoly je určit tržní hodnotu společnosti ABC s.r.o. k datu 1.1.2010 pomocí výnosových metod. Ocenění je provedeno pro potřeby managementu, aby mohlo být využito pro budoucí řízení a rozhodování firmy.

Pro ocenění společnosti byla vybrána:

- metoda diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky (dále „DCF Equity“),
- metoda diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (dále „DCF Entity“),
- metoda ekonomické přidané hodnoty vlastního kapitálu (dále „EVA Equity“),
- metoda ekonomické přidané hodnoty pro podnik jako celek (dále „EVA Entity“).

Náklady kapitálu jsou pro účel ocenění počítány jak stavebnicovou metodou, tak pomocí modelu pro oceňování kapitálových aktiv (dále „CAPM“).

##### **4.4.1 Finanční plán**

Využití výnosových metod s sebou nese povinnost sestavení finančního plánu. Finanční plán byl sestaven pro období let 2010 až 2013 a skládá se z plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánované rozvahy. Pro sestavení celkového finančního plánu byla provedena analýza a prognóza generátorů hodnoty (viz příloha č. 8), která spočívá v analýze a prognóze:

- tržeb,
- nákladů a položek výkazu zisku a ztráty,
- pracovního kapitálu,
- dlouhodobého majetku.

Při tvorbě finančního plánu bylo vycházeno ze strategické analýzy, výkazů společnosti a informací poskytnutých managementem společnosti.

#### 4.4.1.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Stěžejní položky plánovaného výkazu zisku a ztráty jsou součástí již provedené analýzy a prognózy generátorů hodnoty (viz. příloha č. 8). Pro prognózu dalších položek jsou důležité následující informace:

- V současnosti není plánována tvorba rezerv na opravy majetku ani není předpokládána nutnost tvořit opravné položky.
- Předpokládá se, že položky s nulovou hodnotou do roku 2009 budou i nadále v nulovém stavu.
- Pro rok 2010 je sazba daně z příjmu snížena na 19 %, do budoucna je předpokládáno ponechání sazby daně z příjmu právnických osob na 19 %.

Tab. 4.17 Plán výkazu zisku a ztráty (v tis. Kč)

	Prognóza			
	2010	2011	2012	2013
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0
Obchodní marže	0	0	0	0
Výkony	11986	12346	12729	13149
Výkonová spotřeba	8898	9076	9419	9730
Přidaná hodnota	3088	3270	3309	3419
Osobní náklady	1731	1783	1838	1899
Daně a poplatky	11	12	12	12
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	65	67	69	72
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	46	47	49	50
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	24	25	26	27
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních náklady příštích období	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	38	39	40	42
Ostatní provozní náklady	64	65	68	70
Provozní výsledek hospodaření	1277	1405	1386	1432
Výnosové úroky	2	2	2	2
Nákladové úroky	53	53	53	53
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	23	23	23	23
Finanční výsledek hospodaření	-74	-74	-73	-73
Daň z příjmů za běžnou činnost	229	253	249	258
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	975	1078	1063	1100
Mimořádné výnosy	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)	975	1078	1063	1100
Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)	1204	1331	1313	1358

#### **4.4.1.2 Plán rozvahy**

Při sestavení plánované rozvahy bude vycházeno z následujících zdrojů, informací a skutečností:

- Dlouhodobý majetek je součástí analýzy a prognózy generátorů hodnoty (viz. příloha č. 8).
- Zásoby, pohledávky a krátkodobý finanční majetek budou převzaty z plánu pracovního kapitálu (viz příloha č. 8).
- Základní kapitál a kapitálové fondy jsou ponechány na konstantní úrovni.
- Společnost ještě nevytvořila požadovaný objem zákonného rezervního fondu (dle § 24 obchodního zákoníku má společnost s ručením omezeným povinnost vytvořit fond ve výši minimálně 10 % ze základního kapitálu), proto v roce 2010 je ze zisku vydělena částka ve výši 5 % základního kapitálu, čímž je limit fondu splněn. Pro další roky se již tvorba neplánuje.
- Poměr vlastního a cizího kapitálu společnosti byl zachován ve stávajícím poměru (cizí kapitál 70 % aktiv, vlastní kapitál 30 % aktiv).
- Krátkodobé závazky jsou přežaty z plánu pracovního kapitálu (viz příloha č. 8).
- Bankovní úvěry jsou tvořeny kontokorentním úvěrem ve výši 750 tis. Kč.
- Dlouhodobé závazky jsou tvořeny půjčkou od společníka, která je čerpána v závislosti na aktuální situaci, slouží pro doplnění peněžních prostředků, proto tento účel bude ponechán i nadále.
- Poměr účtů časového rozlišení na aktivech bude do budoucna zachován.

Tab.4.18

Plán rozvahy (v tis. Kč)

	Prognóza			
	2010	2011	2012	2013
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>5031</b>	<b>5182</b>	<b>5343</b>	<b>5519</b>
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	179	184	190	196
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	179	184	190	196
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	4697	4838	4988	5152
Zásoby	81	83	86	89
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	3787	3901	4022	4155
Krátkodobý finanční majetek	828	853	880	909
Časové rozlišení	156	161	165	171
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>5031</b>	<b>5143</b>	<b>5303</b>	<b>5479</b>
Vlastní kapitál	1518	1539	1587	1640
Základní kapitál	200	200	200	200
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	20	20	20	20
Výsledek hospodaření minulých let	975	1078	1063	1100
Výsledek hospodaření běžného účetního období	975	1078	1063	1100
Cizí zdroje	3513	3604	3716	3839
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	9	32	58
Krátkodobé závazky	2763	2846	2934	3031
Bankovní úvěry a výpomoci	750	750	750	750
Časové rozlišení	0	0	0	0

#### 4.4.2 Výpočet nákladů kapitálu

Pro stanovení nákladů kapitálu byla vybrána stavebnicová metoda<sup>3</sup> a model oceňování kapitálových aktiv.

##### 4.4.2.1 Náklady kapitálu dle stavebnicové metody

Pro stanovení nákladu kapitálu nezadlužené firmy  $WACC_U$  podle vzorce (2.37) musela být nejprve dopočtena bezriziková úroková sazba a rizikové přírážky, viz tabulka 4.19 – tabulka 4.22.

<sup>3</sup> Provedená v souladu s metodikou ministerstva průmyslu a obchodu. [19]



Tab. 4.19 Bezriziková úroková míra<sup>4</sup> (v %)

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
<b>Bezriziková sazba <math>R_F</math></b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>5,2</b>

Tab. 4.20 Riziková přirážka za podnikatelské riziko

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
EBIT/A (v %)	25	27	26	26
(VK + BU + O) / A	0,45	0,44	0,44	0,43
U / (BU + O)	0,07	0,07	0,07	0,07
$X_I$ (v %)	3	3	3	3
<b><math>R_{\text{PODNIKATELSKÉ}}</math> (v %)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Kde  $BU$  jsou bankovní úvěry,  $O$  obligace a  $X_I$  ukazatel vyjadřující nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem.

Tab. 4.21 Riziková přirážka finanční stability na bázi likvidity

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
Celková likvidita	1,70	1,70	1,70	1,70
Průměr průmyslu XL <sup>5</sup>	1,49	1,49	1,49	1,49
<b><math>R_{\text{FINSTAB}}</math> (v %)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Tab. 4.22 Riziková přirážka charakterizující velikost podniku

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
Úplatné zdroje (v tis Kč)	2 268	2 289	2 337	2 390
<b><math>R_{\text{LA}}</math> (v %)</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>

Náklady kapitálu nezadlužené firmy a následný propočet celkových nákladů zadlužené firmy podle vzorce (2.38) a vlastních nákladů kapitálu podle vzorce (2.39) jsou zachyceny v tabulce 4.23.

Tab. 4.23 Celkové náklady kapitálu nezadlužené firmy, zadlužené firmy a náklady vlastního kapitálu (v %)

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
$WACC_U$	6,29	6,51	6,90	10,20
<b><math>WACC_L</math></b>	<b>5,75</b>	<b>5,96</b>	<b>6,33</b>	<b>9,36</b>
<b><math>R_E</math></b>	<b>6,57</b>	<b>6,89</b>	<b>7,46</b>	<b>12,25</b>

<sup>4</sup> Bezriziková sazba je stanovena dle [22], jako výnosnost státních dluhopisů s daným rokem splatnosti, určena jako střední hodnota výnosností prodeje a nákupu. Pro 2. fázi ocenění bude využita výnosnost dluhopisu splatného v roce 2057.

<sup>5</sup> Hodnota zjištěná dle [19].

V tabulce 4.23 jsou průměrné vážené náklady kapitálu nezadlužené firmy označeny jako  $WACC_U$ , průměrné vážené náklady kapitálu zadlužené firmy jako  $WACC_L$  a náklady vlastního kapitálu jako  $R_E$ .

#### 4.4.2.2 Náklady kapitálu dle CAPM

Aby mohly být dopočteny celkové náklady  $WACC_L$  podle vzorce (2.35), byl koeficient citlivosti dodatečného výnosu celkových aktiv nezadlužené firmy na dodatečný výnos tržního portfolia  $\beta_A^U$  převeden na koeficient citlivosti celkových aktiv zadlužené firmy  $\beta_A^L$  podle vzorce (2.36).

Tab. 4.24 Výpočet WACC dle CAPM

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
Bezriziková sazba $R_F$ (v %)	1,30	1,51	1,90	5,20
$\beta_A^U$ <sup>6</sup>	1,46	1,46	1,46	1,46
$\beta_A^L$	4,20	4,23	4,23	4,23
Riziková prémie <sup>7</sup> (v %)	7,10	7,10	7,10	7,10
<b><math>WACC_L</math> (v %)</b>	<b>31,10</b>	<b>31,54</b>	<b>31,93</b>	<b>35,22</b>

Obdobně jsou dopočteny náklady vlastního kapitálu  $R_E$  podle vzorce (2.35), kdy koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu nezadlužené firmy na dodatečný výnos tržního portfolia  $\beta_E^U$  je převeden na koeficient citlivosti zadlužené firmy  $\beta_E^L$  dle vzorce (2.36).

Tab. 4.25 Výpočet  $R_E$  dle CAPM

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
Bezriziková sazba $R_F$ (v %)	1,29	1,51	1,90	5,20
$\beta_E^U$ <sup>8</sup>	1,36	1,36	1,36	1,36
$\beta_E^L$	3,91	3,94	3,94	3,94
Riziková prémie (v %)	7,10	7,10	7,10	7,10
<b><math>R_E</math> (v %)</b>	<b>29,05</b>	<b>29,49</b>	<b>29,87</b>	<b>33,16</b>

<sup>6</sup> Hodnota zjištěna dle [17]

<sup>7</sup> Hodnota zjištěna dle [17]

<sup>8</sup> Hodnota zjištěna dle [17]

#### 4.4.3 Ocenění metodou DCF - Entity

Základem pro ocenění jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele *FCFF*. Aplikován bude dvoufázový model, kdy 1. fáze trvá od roku 2010 do 2012 a 2. fáze od roku 2013 do nekonečna. Budoucí volné peněžní toky budou převedeny na současné pomocí diskontování průměrnými váženými náklady kapitálu *WACC* zjištěnými v kapitole 4.4.2.1 a 4.5.2.2. Cílem je zjištění celkové hodnoty podniku.

Prvním krokem je určení volných peněžních toků *FCFF*, a to dle vzorce (2.48).

Tab. 4.26 Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele (v tis. Kč)

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
EAT	975	1078	1063	1100
+ odpisy	65	67	69	72
- $\Delta$ ČPK	-792	58	62	68
- Investice	-2	5	6	6
+ Úroky (1 - t)	43	43	43	43
<b>FCFF</b>	<b>1878</b>	<b>1125</b>	<b>1108</b>	<b>1141</b>

##### 4.4.3.1 Ocenění metodou DCF-Entity s použitím nákladů kapitálu dle stavebnicové metody

Následující tabulka zachycuje postup při ocenění podniku metodou *DCF-Entity* a výslednou tržní hodnotu podniku.

Tab. 4.27 Ocenění metodou DCF Entity (náklady kapitálu dle stavebnicové metody)

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
FCFF (v tis. Kč)	1878	1125	1108	1141
WACC (v %)	5,75	5,96	6,33	9,36
Diskontní faktor	0,9456	0,8924	0,8393	0,8393
DCFF (v tis. Kč)	1775	1004	930	
<b>Hodnota vlastního kapitálu pro 1. fázi (v tis. Kč)</b>	<b>3709</b>			
Tempo růstu (v %)				3
Pokračující hodnota (v tis. Kč)				17935
<b>Hodnota podniku pro 2. fázi (v tis. Kč)</b>				<b>15052</b>
<b>Hodnota brutto (v tis. Kč)</b>	<b>18762</b>			

Hodnota 1. fáze na základě součtu diskontovaných *FCFF* podle vzorce (2.46) činí 3709 tis. Kč. Diskontní faktor je odvozen z celkových nákladů kapitálu zjištěných dle stavebnicové metody v kapitole 4.4.2.1.

Ve 2. fázi ocenění při výpočtu pokračující hodnoty dle vzorce (2.44) předpokládáme konstantní růst *FCFF* o 3 %<sup>9</sup>. Hodnota 2. fáze je současnou hodnotou dopočtené pokračující

<sup>9</sup> Bylo vycházeno z predikce tempa růstu HDP do roku 2013, na jejímž základě byl učiněn vlastní odhad.

hodnoty podle vzorce (2.47) a činí 15052 tis. Kč. Hodnota podniku brutto za obě fáze je dopočtena dle vzorce (2.45) a činí 18762 tis Kč.

#### 4.4.3.2 Ocenění metodou DCF-Entity s použitím nákladů kapitálu dle modelu CAPM

Následující tabulka zachycuje postup při ocenění podniku metodou DCF-Entity a výslednou tržní hodnotu podniku.

Tab. 4.28 Ocenění metodou DCF-Entity (náklady kapitálu dle CAPM)

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
FCFF (v tis. Kč)	1878	1125	1108	1141
WACC (v %)	31,10	31,54	31,93	35,22
Diskontní faktor	0,7628	0,5799	0,4395	0,4395
DCF (v tis. Kč)	1432	652	487	
<b>Hodnota vlastního kapitálu pro 1. fázi (v tis. Kč)</b>	<b>2571</b>			
Tempo růstu (v %)				3
Pokračující hodnota (v tis. Kč)				3541
<b>Hodnota podniku pro 2. fázi (v tis. Kč)</b>				<b>1556</b>
<b>Hodnota brutto (v tis. Kč)</b>	<b>4128</b>			

Hodnota 1. fáze na základě součtu diskontovaných *FCFF* podle vzorce (2.46) činí 2571 tis. Kč. Diskontní faktor je odvozen z celkových nákladů kapitálu dle tržní metody CAPM zjištěných v kapitole 4.4.2.2.

Pokračující hodnota je dopočtena dle vzorce (2.44), kde je zohledněno tempo růstu  $g$  3 %. Hodnota 2. fáze je současnou hodnotou pokračující hodnoty podle vzorce (2.47) a činí 1556 tis. Kč. Hodnota podniku brutto za obě fáze je dopočtena dle vzorce (2.45) a činí 4128 tis Kč.

#### 4.4.4 Ocenění podniku metodou DCF - Equity

Při ocenění se vychází z upravených volných peněžních toků pro vlastníky *FCFE*. Aplikován bude dvoufázový model, kdy 1. fáze trvá od roku 2010 do 2012 a 2. fáze od roku 2013 do nekonečna. Budoucí volné peněžní toky budou převedeny na současnou hodnotu pomocí diskontování náklady vlastního kapitálu zjištěnými v podkapitole 4.4.2.1 a 4.4.2.2. Cílem je zjištění hodnoty vlastního kapitálu.

Volné peněžní toky pro vlastníky a jejich výpočet jsou provedeny dle vzorce (2.50) a jsou znázorněny v následující tabulce.

Tab. 4.29 Volné peněžní toky pro vlastníky (v tis. Kč)

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
EAT	975	1078	1063	1100
+ odpisy	65	67	69	72
- $\Delta$ ČPK	-792	58	62	68
- Investice	-2	5	6	6
+ saldo	0	0	0	0
<b>FCFE</b>	<b>1835</b>	<b>1082</b>	<b>1065</b>	<b>1098</b>

#### 4.4.4.1 Ocenění metodou DCF-Equity s použitím nákladů kapitálu dle stavebnicové metody

Následující tabulka zachycuje postup při ocenění podniku metodou DCF-Equity a výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Tab. 4.30 Ocenění metodou DCF Equity (náklady kapitálu dle stavebnicové metody)

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
FCFE v tis. Kč	1835	1082	1065	1098
$R_E$	6,57%	6,89%	7,46%	12,25%
Diskontní faktor	0,9384	0,8778	0,8169	0,8169
DCF v tis. Kč	1721	950	870	
<b>Hodnota vlastního kapitálu pro 1. fázi v tis. Kč</b>	<b>3541</b>			
Tempo růstu				3%
Pokračující hodnota v tis. Kč				11873
<b>Hodnota vlastního kapitálu pro 2. fázi v tis. Kč</b>				<b>9699</b>
<b>Hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč</b>	<b>13240</b>			

Nejprve je proveden výpočet hodnoty vlastního kapitálu pro 1. fázi ocenění jako součet diskontovaných *FCFE* za 1. fázi podle vzorce (2.46). Diskontní faktor je odvozen z nákladů vlastního kapitálu dle stavebnicové metody dle kapitoly 4.4.2.1. Hodnota první fáze je 3541 tis. Kč.

Ve 2. fázi ocenění předpokládáme konstantní růst *FCFE* o 3 %, což se promítne do výpočtu pokračující hodnoty dle vzorce (2.44). Hodnota 2. fáze je pak stanovena jako současná hodnota pokračující hodnoty v souladu s vzorcem (2.47) a činí 9699 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu je součtem hodnoty 1. fáze a hodnoty 2. fáze a činí 13 240 tis. Kč.

#### 4.4.4.2 Ocenění metodou DCF-Equity s použitím nákladů kapitálu dle modelu CAPM

Následující tabulka zachycuje postup při ocenění podniku metodou DCF-Equity a výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Tab. 4.31 Ocenění metodou DCF Equity (náklady kapitálu dle CAPM)

Roky	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	
FCFE v tis. Kč	1835	1082	1065	1098
$R_E$	29,05%	29,49%	29,87%	33,16%
Diskontní faktor	0,7749	0,5984	0,4608	0,4608
DCF v tis. Kč	1422	647	491	
<b>Hodnota vlastního kapitálu pro 1. fázi v tis. Kč</b>	<b>2560</b>			
Tempo růstu				3%
Pokračující hodnota v tis. Kč				3640
<b>Hodnota vlastního kapitálu pro 2. fázi v tis. Kč</b>				<b>1677</b>
<b>Hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč</b>	<b>4237</b>			

Hodnota 1. fáze na základě součtu diskontovaných *FCFE* podle vzorce (2.46) činí 2560 tis. Kč. Diskontní faktor je počítán z tržních nákladů vlastního kapitálu dle CAPM zjištěných v kapitole 4.4.2.2.

Pokračující hodnota je dopočtena dle vzorce (2.44), kde je zohledněno tempo růstu  $g$  3 %. Hodnota 2. fáze je současnou hodnotou pokračující hodnoty podle vzorce (2.47) a činí 1677 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu za obě fáze je dopočtena dle vzorce (2.45) a činí 4237 tis Kč.

#### 4.4.5 Ocenění metodou EVA -Entity

Nejprve je nutné upravit aktiva a výsledek hospodaření na operativní aktiva *NOA* a operativní zisk *NOPAT*. Aktiva jsou upravena o položky, které nejsou součástí rozvahy, neboť je společnost nevlastní, nicméně plyne jí z nich užitek a má je pod svou kontrolou (drobný majetek, leasing – zde musíme kromě navýšení aktiv navýšit i pasiva o závazky vůči leasingové společnosti).[7] Do aktiv byly započítány i náklady, které mají dlouhodobější účinek na hodnotu společnosti (náklady spojené se vstupem na nové trhy, školení zaměstnanců aj.). Z hodnoty aktiv je vyloučen neúročený cizí kapitál, aby se předešlo problémům s odhadováním nákladů na tento kapitál.

Tab. 4.32 Výpočet NOA (v tis. Kč)

Roky	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	
Aktiva	6031	5031	5182	5343	5519
+ Operativní leasing	277	231	238	246	254
+ Náklady na propagaci, reklamu	18	15	16	16	17
+ Drobný nehmotný investiční majetek	78	65	67	69	72
+ Drobný hmotný investiční majetek	181	151	155	160	166
+ Školení zaměstnanců	88	73	76	78	81
- Neúročený cizí kapitál	3260	2763	2854	2966	3089
<b>NOA</b>	<b>3414</b>	<b>2805</b>	<b>2880</b>	<b>2946</b>	<b>3019</b>

Při úpravě výsledku hospodaření na *NOPAT* musí být především pomýšleno na dosažení symetrie mezi *NOA* a *NOPAT*. V první řadě jsou vyloučeny placené úroky a mimořádné položky, které se již nemusí opakovat (prodej majetku). Do operativních aktiv *NOA* byly zahrnuty náklady na koupi drobného hmotného a nehmotného majetku a náklady na operativní leasing, proto budou tyto náklady nyní z výsledku hospodaření vyloučeny a místo toho budou stanoveny odpisy z tohoto majetku a pronájmu<sup>10</sup>.

Tab. 4.33 Výpočet NOPAT (v tis. Kč)

Roky	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-1345	1204	1331	1313	1358
+ Placené úroky	0	0	0	0	0
+ Náklady spojené s prodejem majetku	0	24	25	26	27
- Výnosy spojené s prodejem majetku	0	46	47	49	50
+ Náklady na operativní leasing	277	231	238	246	254
- odpisy majetku pronajatého na leasing	102	85	87	90	93
+ Náklady na nákup drobného nehmotného majetku	78	65	67	69	72
- Odpisy drobného nehmotného majetku	29	24	25	25	26
+ Náklady na nákup drobného hmotného majetku	181	151	155	160	166
- Odpisy drobného hmotného majetku	67	55	57	59	60
<b>NOPAT</b>	<b>-1006</b>	<b>1466</b>	<b>1601</b>	<b>1591</b>	<b>1646</b>

#### 4.4.4.3 Ocenění metodou EVA-Entity s použitím nákladů kapitálu dle stavebnicové metody

Základem pro ocenění jsou ukazatele *EVA* vypočtené jako  $NOPAT_t$  snížený o součin *WACC* a  $NOA_{t-1}$  podle vzorce (2.53). Aplikován bude dvoufázový model, kdy 1. fáze trvá od roku 2010 do 2012 a 2. fáze od roku 2013 do nekonečna. Budoucí *EVA* budou převedeny na současné pomocí diskontování průměrnými váženými náklady kapitálu *WACC* zjištěnými

<sup>10</sup> Odpisy jsou tedy stanoveny 37 % z dané hodnoty majetku či leasingu. účetní stavebnicovou metodou v kapitole 4.4.2.1.

Podíl odpisů na hodnotě dlouhodobého majetku byl stanoven pro finanční plán na 37 %.  
Cílem je zjištění celkové hodnoty podniku, tedy hodnoty brutto podle vzorce (2.55).

Tab. 4.34 Výpočet vstupních veličin pro ocenění (náklady kapitálu dle stavebnicové metody)

Roky	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	
NOPAT (v tis. Kč)	-1006	1466	1601	1591	1646
NOA (v tis. Kč)	3414	2805	2880	2946	3019
WACC·NOA <sub>t-1</sub> (v tis. Kč)		196	167	182	276
EVA (v tis. Kč)		1270	1434	1409	1371
Diskontní faktor		0,9456	0,8924	0,8393	0,8393
<b>Diskontovaná EVA (v tis. Kč)</b>		<b>1201</b>	<b>1280</b>	<b>1183</b>	
Tempo růstu (v %)					3
<b>Pokračující hodnota (v tis.Kč)</b>					<b>21549</b>

Následující tabulka zachycuje propočet celkové hodnoty podniku.

Tab. 4.34 Ocenění metodou EVA Entity(v tis.Kč) (náklady kapitálu dle stavebnicové metody)

<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b>3663</b>
<b>Hodnota 2. fáze</b>	<b>18086</b>
MVA	21750
NOA k datu ocenění	3414
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>25163</b>

Hodnota 1. fáze činí 3663 tis. Kč.

Hodnota 2. fáze je současnou hodnotou pokračující hodnoty a činí 18086 tis. Kč. Součet těchto hodnot tvoří tržní přidanou hodnotu *MVA* 21750 tis. Kč. Celková hodnota podniku je dopočtena dle vzorce (2.55) a činí 25163 tis. Kč.

#### 4.4.4.4 Ocenění metodou EVA-Entity s použitím nákladů kapitálu dle modelu CAPM

Budoucí *EVA* budou převedeny na současné pomocí diskontování průměrnými váženými náklady kapitálu *WACC* zjištěnými tržní metodou CAPM v kapitole 4.4.2.2.

Tab. 4.36 Výpočet vstupních veličin pro ocenění (náklady kapitálu dle CAPM)

Roky	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	
NOPAT (v tis. Kč)	-1006	1466	1601	1591	1646
NOA (v tis. Kč)	3414	2805	2880	2946	3019
WACC·NOA <sub>t-1</sub> (v tis. Kč)		1062	885	920	1038
EVA (v tis. Kč)		405	717	672	609
Diskontní faktor		0,7628	0,5799	0,4395	0,4395
<b>Diskontovaná EVA (v tis. Kč)</b>		<b>309</b>	<b>416</b>	<b>295</b>	
Tempo růstu (v %)					3
<b>Pokračující hodnota (v tis.Kč)</b>					<b>1890</b>



Následující tabulka zachycuje propočet celkové hodnoty podniku.

Tab. 4.37 Ocenění metodou EVA Entity (v tis.Kč) (náklady kapitálu dle stavebnicové metody)

<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b>1020</b>
<b>Hodnota 2. fáze</b>	<b>831</b>
MVA	1850
NOA k datu ocenění	3414
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>5264</b>

Hodnota 1. fáze činí 1020 tis. Kč.

Hodnota 2. fáze je současnou hodnotou pokračující hodnoty a činí 831 tis. Kč. Součet těchto hodnot tvoří tržní přidanou hodnotu *MVA* 1850 tis. Kč. Celková hodnota podniku je dopočtena dle vzorce (2.55) a činí 5264 tis. Kč.

#### 4.4.6 Ocenění metodou EVA Equity

##### 4.4.4.5 Ocenění metodou EVA-Equity s použitím nákladů kapitálu dle stavebnicové metody

Základem pro ocenění jsou ukazatelé *EVA* vypočtené jako  $EAT_t$  snížený o součin  $R_E$  a *VK* podle vzorce (2.54). Náklady vlastního kapitálu  $R_E$  jsou dopočteny pomocí účetní stavebnicové metody dle kapitoly 4.4.2.1. Aplikován bude dvoufázový model, kdy 1. fáze trvá od roku 2010 do 2012 a 2. fáze od roku 2013 do nekonečna. Budoucí *EVA* budou převedeny na současné pomocí diskontování náklady vlastního kapitálu  $R_E$  zjištěnými v podkapitole 4.4.2.1. Cílem je zjištění hodnoty vlastního kapitálu podniku dle vzorce (2.56).

Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu je potřeba mít k dispozici hodnotu hospodářského výsledku po daních a úrocích  $EAT$ , který je dopočten dle vzorce (2.58) a hodnotu vlastního kapitálu *VK* vypočteného dle vzorce (2.57). Veškeré vstupní veličiny pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu jsou znázorněny v tabulce 4.38.

Tab. 4.38 Vstupní veličiny pro ocenění (diskontní faktor dle stavebnicové metody)

Roky	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	
NOPAT v tis. Kč	-934	1536	1671	1662	1717
U (1-t)	59	56	57	57	57
EAT	-992	1479	1615	1605	1660
E	2386	1823	1892	1951	2015
$Re \cdot E_{t-1}$ v tis. Kč		157	126	141	239
EVA v tis. Kč		1323	1489	1464	1421
Diskontní faktor		0,9456	0,8924	0,8393	0,8393
<b>Diskontovaná EVA v tis. Kč</b>		<b>1251</b>	<b>1329</b>	<b>1229</b>	
Tempo růstu					3%
<b>Pokračující hodnota</b>					<b>15368</b>

Následující tabulka zachycuje propočet celkové hodnoty podniku.

Tab. 4.39 Ocenění metodou EVA - Equity (diskontní faktor dle stavebnicové metody)

<b>Hodnota 1. fáze v tis. Kč</b>	<b>3808</b>
<b>Hodnota 2. fáze v tis. Kč</b>	<b>12898</b>
MVA v tis. Kč	16707
E k datu ocenění v tis. Kč	2386
Provozní hodnota netto v tis. Kč	19093
<b>Hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč</b>	<b>19093</b>

Hodnota 1. fáze činí 3808 tis. Kč.

Hodnota 2. fáze je současnou hodnotou pokračující hodnoty a činí 12898 tis. Kč. Součet těchto hodnot tvoří tržní přidanou hodnotu *MVA* 16707 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu podniku je dopočtena dle vzorce (2.56) a činí 19093 tis. Kč.

#### 4.4.4.6 Ocenění metodou EVA-Equity s použitím nákladů kapitálu dle modelu *CAPM*

Nyní bude pracováno s tržními náklady vlastního kapitálu  $R_E$  zjištěnými v kapitole 4.4.2.2.

Tab. 4.40 Vstupní veličiny pro ocenění (diskontní faktor dle CAPM)

Roky	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	
NOPAT v tis. Kč	-934	1536	1671	1662	1717
U (1-t)	59	56	57	57	57
EAT	-992	1479	1615	1605	1660
E	2386	1823	1892	1951	2015
$Re \cdot E_{t-1}$ v tis. Kč		693	538	565	647
EVA v tis. Kč		786	1077	1040	1013
Diskontní faktor		0,7749	0,5984	0,4608	0,4608
<b>Diskontovaná EVA v tis. Kč</b>		<b>609</b>	<b>645</b>	<b>479</b>	
Tempo růstu					3%
<b>Pokračující hodnota</b>					<b>3359</b>

Následující tabulka zachycuje propočet celkové hodnoty podniku.

Tab. 4.41 Ocenění metodou EVA Equity (diskontní faktor dle CAPM)

<b>Hodnota 1. fáze v tis. Kč</b>	<b>1733</b>
<b>Hodnota 2. fáze v tis. Kč</b>	<b>1548</b>
MVA v tis. Kč	3281
E k datu ocenění v tis. Kč	2386
Provozní hodnota netto v tis. Kč	5667
<b>Hodnota vlastního kapitálu v tis. Kč</b>	<b>5667</b>

Hodnota 1. fáze činí 1733 tis. Kč.

Hodnota 2. fáze je současnou hodnotou pokračující hodnoty a činí 1548 tis. Kč. Součet těchto hodnot tvoří tržní přidanou hodnotu *MVA* 3281 tis. Kč. Hodnota vlastního kapitálu podniku je dopočtena dle vzorce (2.56) a činí 5667 tis. Kč.

## 4.5 Syntéza výsledků ocenění společnosti

Pro ocenění byly celkem použity čtyři oceňovací metody a dvě metody pro určení nákladů kapitálu. V této části práce budou všechny výsledky porovnány.

V zásadě byly určeny dvě hladiny hodnoty podniku. První byla hodnota brutto, tedy celková hodnota podniku a druhá hodnota netto, tedy hodnota vlastního kapitálu. Pro každou hodnotu je patřičná jiná metoda ocenění. Hodnota brutto byla hledána pomocí metody *DCF--Entity* a *EVA-Entity*, jejichž výsledky jsou souhrnně vyznačeny v následující tabulce, a to pro oba způsoby výpočtu diskontního faktoru (jak pro náklady kapitálu určené stavebnicovou metodou, tak pomocí CAPM).

Tab. 4.42 Souhrnné výsledky ocenění celkové hodnoty podniku (v tis.Kč)

Použitá metoda ocenění	náklady kapitálu			
	stavebnicová metoda		CAPM	
DCF Entity	18012	podhodnocena	4128	nadhodnocena
EVA Entity	25163	podhodnocena	5264	nadhodnocena
Účetní hodnota aktiv k 31.12.2009	6031			

Hodnota netto byla určena pomocí metody *DCF-Equity* a *EVA-Equity*. Výsledky těchto dvou metod v členění dle použitého nákladu kapitálu jsou součástí tabulky 4.43.

Tab.4.43 Souhrnné výsledky ocenění vlastního kapitálu podniku (v tis.Kč)

Použitá metoda ocenění	náklady kapitálu			
	stavebnicová metoda		CAPM	
DCF Equity	13240	podhodnocen	4237	podhodnocen
EVA Equity	18935	podhodnocen	5622	podhodnocen
Účetní hodnota vlastního kapitálu k 31.12.2009	2035			

Jak je na první pohled jasné z obou tabulek, liší se jak celkové hodnoty podniku tak hodnoty vlastního kapitálu v závislosti na použité metodě ocenění a v závislosti na nákladech kapitálu.

V případě ocenění podniku metodou *EVA* byla hodnota podniku vždy vyšší než v případě ocenění podniku metodou *DCF*. Příčinou je fakt, že metoda *DCF* vychází z volných peněžních toků *FCF*, které jsou určeny na základě účetních informací. Naopak metoda *EVA* zohledňuje skutečnou hodnotu aktiv nebo vlastního kapitálu. Proto je často předpokladem použití metody *EVA* úprava účetní hodnoty aktiv či výsledku hospodaření o položky, které zvyšují výkon podniku a tím i jeho budoucí hodnotu. Pokud má podnik více takových mimo rozvahových položek nebo nákladů, které jsou za účelem výpočtu *EVA* převedeny aktivací do rozvahy, navyšuje se jeho hodnota. V případě podniku ABC s.r.o. byla právě tato fakta důvodem větší hodnoty zjištěné pomocí metody *EVA* než pomocí metody *DCF*.

Další rozdíl ve zjištěných tržních hodnotách byl dán rozdílným použitím nákladů kapitálu pro určení diskontního faktoru, který byl u všech metod použit pro převedení na současnou hodnotu. Tržní hodnota podniku, kde bylo počítáno s náklady kapitálu dle stavebnicové metody, je vyšší než tržní hodnota podniku, kde bylo počítáno s náklady kapitálu dle metody *CAPM*.

Náklady kapitálu určené dle účetní stavebnicové metody vychází z účetních informací, jde o zohlednění rizika plynoucího ze struktury účetních položek podniku. Naopak náklady kapitálu určené dle tržní metody *CAPM* zohledňují riziko plynoucí ze změn na trhu, a to podle toho, jak citlivě podnik na tyto změny reaguje (vyjádřené pomocí  $\beta$ ).

Riziko plynoucí ze změn trhu je pro podnik ABC s.r.o. mnohem vyšší, neboť náklady kapitálu takto určených se pohybovaly v rozmezí 29,05 % až 35,22 %. Naopak struktura účetních položek podniku odpovídá nízkým nákladům na kapitál pohybujícím se v rozmezí 5,75 % až 12,25 %. Pokud jsou náklady na kapitál větší, snižuje se současná hodnota budoucích toků podniku a tedy i jeho tržní hodnota.

V tabulce 4.42 a tabulce 4.43 jsou porovnány tržní hodnoty vlastního kapitálu a aktiv s účetní hodnotou vlastního kapitálu a aktiv k 31. prosinci 2009. Tržní hodnota vlastního kapitálu se ukázala ve všech případech větší než je účetní hodnota vlastního kapitálu. Proto lze říci, že vlastní kapitál je účetně podhodnocen.

Tržní hodnota celkových aktiv se ukázala být větší při aplikaci nákladů kapitálu dle stavebnicové metody. V případě obou výnosových metod ocenění (*DCF*, *EVA*) lze hodnotit aktiva jako účetně podhodnocena. Opačně je tomu v případě aplikace nákladů kapitálu dle modelu *CAPM*, kdy tržní hodnota aktiv je menší než účetní hodnota aktiv, aktiva lze proto v tomto případě označit jako účetně nadhodnocená.

## 5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo ocenění podniku v odvětví stavebního průmyslu. Zástupcem takového podniku se stala společnost ABC s.r.o. Hledána byla tržní hodnota ke dni 1. ledna 2010, sloužící výhradně potřebám managementu.

Úvodní část práce byla věnována představení cíle a tématu diplomové práce.

Druhá a třetí část práce se zabývala teoretickými základy, přístupy a metodologií oceňování podniku.

Praktická část byla zastoupena čtvrtou kapitolou. Po stručném představení společnosti následovala strategická analýza podniku členěná na analýzu vnějšího a vnitřního prostředí společnosti ABC s.r.o. V rámci analýzy vnějšího prostředí bylo zjištěno, že činnost společnosti ABC s.r.o. může být dle *CZ NACE* zařazena do skupiny „Elektroinstalační, instalatérské a ostatní stavebně instalační práce“ a dle *OKEČ* do skupiny „Stavební a montážní práce“ a že společnost působí v rámci Moravskoslezského kraje. Toto vymezení relevantního trhu umožnilo lepší vyhledávání adekvátních dat, informací a studií umožňujících identifikování základních trendů trhu, vymezení atraktivity trhu, která byla stanovena na 50 % a v neposlední řadě prognózu vývoje odvětví (pokles v roce 2010 o 3 %, růst v roce 2011 o 3 %, růst v roce 2012 o 3,1 % a růst v roce 2013 o 3,13 %).

Na základě analýzy vnitřního prostředí byl pro rok 2008 určen tržní podíl společnosti ve výši 1,99 %. Jako největší konkurenti byly identifikovány společnosti BERNOLD s.r.o., OMNITHERM, a.s. a naopak jako slabší konkurent společnost FRIEDEL - VTP s.r.o. Po ujasnění si konkurenčních výhod společnosti ABC s.r.o. bylo určeno, že si společnost bude do budoucna držet konstantní tržní podíl a že existence na trhu není ohrožena.

Poslední částí strategické analýzy byla SWOT analýza.

Po strategické analýze následovala analýza finanční situace podniku. Mezi silné finanční stránky společnosti ABC s.r.o. patří její likvidita. Naopak do budoucna by měla být věnována pozornost rozdílné době splatnosti pohledávek a závazků a rentabilitě společnosti, jejíž analýza svědčí o stále nevyčerpaných možnostech společnosti pro dosažení větší ziskovosti v budoucnu. Celkově se dá finanční situace posoudit jako dobrá a společnost má perspektivu setrvání na trhu i do budoucna.

V případě společnosti ABC s.r.o. nevyvstala potřeba dělení aktiv na provozně nutná a nenutná, což by v opačném případě bylo předmětem další kapitoly praktické části práce.

Jednou z nejvýznamnějších částí praktické aplikace teorie bylo sestavení dlouhodobého finančního plánu, který vycházel z informací získaných ze strategické a

finanční analýzy. Byl sestaven pro období 2010 až 2013 a sestával z plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Na finanční plán navazovala kapitola zabývající se určením nákladů kapitálu, a to jak celkových průměrných vážených nákladů na kapitál  $WACC$  tak nákladů na vlastní kapitál  $R_E$ . Byly použity dvě metody, a to stavebnicová metoda a metoda  $CAPM$ .

Ocenění společnosti vycházelo ze čtyř výnosových metod ocenění. U každé z metod byly použity jak náklady kapitálu určené dle účetní stavebnicové metody, tak náklady kapitálu dle tržní metody  $CAPM$ .

Metodou ***DCF-Entity*** za použití nákladů kapitálu dle stavebnicové metody byla určena tržní hodnota společnosti ve výši **18012 tis. Kč**. Při aplikaci nákladů kapitálu dle metody  $CAPM$  byla tržní hodnota společnosti vypočtena ve výši **4128 tis. Kč**.

Metodou ***EVA-Entity*** za použití nákladů kapitálu dle stavebnicové metody byla určena tržní hodnota společnosti ve výši **25163 tis. Kč**. Při aplikaci nákladů kapitálu dle metody  $CAPM$  byla tržní hodnota společnosti vypočtena ve výši **5264 tis. Kč**.

Metodou ***DCF-Equity*** za použití nákladů kapitálu dle stavebnicové metody byla určena tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti ve výši **13240 tis. Kč**. Při aplikaci nákladů kapitálu dle metody  $CAPM$  byla tržní hodnota vlastního kapitálu vypočtena ve výši **4237 tis. Kč**.

Metodou ***EVA-Equity*** za použití nákladů kapitálu dle stavebnicové metody byla určena tržní hodnota vlastního kapitálu společnosti ve výši **18935 tis. Kč**. Při aplikaci nákladů kapitálu dle metody  $CAPM$  byla tržní hodnota vlastního kapitálu vypočtena ve výši **5622 tis. Kč**.

## Seznam použité literatury

### a) knihy, příspěvky ve sborníku

- [1] BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. Teorie a praxe firemních financí. 1.vyd. Praha: Victoria Publishing, 1992. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.
- [2] DAMODARAN, A. Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance. 2nd Ed. New York: Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [4] GRÜNWARD, R; HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. 2.vyd. Praha: Oeconomica, 2004. 180 s. ISBN 80-245-0684-X
- [5] KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C. H. Beck. 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [7] MAŘÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [8] MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [9] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [10] VALACH, J. a kol. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [11] ZMEŠKAL, Z. Finanční rozhodování za rizika. Sbíрка řešených příkladů. 2. vydání. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava. 2005. 149 s. ISBN 80-248-0840-4.
- [12] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník
- [13] Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů

### b) elektronické publikace

- [14] CEEC RESEARCH; KPMG; IPSOS TAMBOR. Kvalitativní studie českého stavebnictví 2010 [online]. 2010, Leden 2010 [cit. 2010-03-27]. Dostupný z WWW: <<http://www.ceeconstruction.eu/download.php>>



[15] HLOUŠEK, M; POLANSKÝ, J. Národohospodářský obzor. Produkční přístup k odhadu potenciálního produktu – aplikace pro ČR [online]. 2007, no. 4 [cit. 2010-03-27]. Dostupné z WWW:  
<<http://is.muni.cz/do/1456/soubory/aktivity/obzor/6182612/7370002/01PolanskyHOTOVO.pdf>>

### **c) internetové zdroje**

- [16] Český statistický úřad [online], [cit. 20. únor 2010]. Dostupné z WWW:  
<<http://www.czso.cz/>>
- [17] Damodaran Online [online], [cit. 10. duben 2010]. Dostupné z WWW:  
<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>
- [18] Finance [online],[cit.23.únor 2010].Dostupné na WWW:  
<<http://www.finance.cz/zpravy/finance/248965-euroconstruct-stavebnictvi/>>
- [19] Ministerstvo průmyslu a obchodu [online], [cit. 20. únor 2010]. Dostupné z WWW:  
<<http://www.mpo.cz/>>
- [20] Ministerstvo financí ČR [online], [cit. 14. duben 2010]. Dostupné na WWW:  
<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/>
- [21] Obchodní rejstřík [online], [cit. 20. únor 2010]. Dostupné na WWW:  
<<http://www.justice.cz/or/>>
- [22] Patria online [online], [cit. 16. březen 2010]. Dostupné z WWW: <  
<http://www.patria.cz>>
- [23] Svaz podnikatelů ve stavebnictví [online], [cit. 13. únor]. Dostupné na WWW:  
<<http://www.sps.cz/index.asp>>

## Seznam zkratek

A	Aktiva
APM	Arbitrážní model
$\beta_A$	Koeficient citlivosti dodatečného výnosu aktiva na dodatečný výnos tržního portfolia
BP	Účetní hodnota
$\beta_E$	Koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia tržního portfolia
$\beta^L$	Koeficient citlivosti pro zadluženou firmu
$\beta^U$	Koeficient citlivosti pro nezadluženou firmu
BU	Bankovní úvěry
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CZ	Cizí kapitál
CZ NACE	Klasifikace ekonomických činností
ČPK	Čistý pracovní kapitál
DCF	Metoda diskontovaného peněžního toku
$E(R_E)$	Očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	Očekávaný výnos tržního portfolia
$E(R_M) - R_F$	Riziková prémie
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úroky a daněmi
EBT	Zisk před daněmi
EPS	Čistý zisk na akcii
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FP	Finanční páka
g	Tempo růstu volného peněžního toku
HDP	Hrubý domácí produkt
HSV	Hlavní stavební výroba
i	Úroková míra
INV	Investice

KBU	Krátkodobé bankovní úvěry
KZ	Krátkodobé závazky
MP	Tržní hodnota
NOA	Operativní aktiva
NOPAT	Zisk z operativní činnosti podniku
OA	Oběžná aktiva
ODP	Odpisy
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
P/E	Price-Earnings Ratio
PH	Pokračující hodnota
PPP	Pohotové peněžní prostředky
PSV	Přidružená stavební výroby
R	Náklady kapitálu (obecně)
$R_D$	Náklady na cizí kapitál
$R_E$	Náklady na vlastní kapitál
$R_F$	Bezriziková úroková sazba
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobě vloženého kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
SH	Současná hodnota
T	Tržby
tax	Daňová sazba
TZB	Technické zařízení budov
U	Nákladové úroky
V	Hodnota podniku
$V_A$	Hodnota celkových aktiv
$V_E$	Hodnota vlastního kapitálu
VK	Vlastní kapitál
$WACC_L$	Náklady kapitálu zadlužené firmy
$WACC_U$	Náklady kapitálu nezadlužené firmy
ZPL	Závazky po lhůtě splatnosti
ZUFP	Ziskový účinek finanční páky

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji že,

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 28. dubna 2010

.....  
Radana Zelená

Adresa trvalého pobytu studenta:  
Dvorní 754, Ostrava-Poruba, 708 00

## Seznam příloh

Příloha č. 1	Rozvaha ve zjednodušené podobě (v tis. Kč)
Příloha č. 2	Výkaz zisku a ztráty ve zjednodušené podobě (v tis. Kč)
Příloha č. 3	Výkaz cash flow ve zjednodušené podobě (v tis. Kč)
Příloha č. 4	Vertikální analýza rozvahy (v %)
Příloha č. 5	Horizontální analýza rozvahy (v %)
Příloha č. 6	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (v %)
Příloha č. 7	Horizontální analýza výkazu cash flow (v %)
Příloha č. 8	Analýza a prognóza generátorů hodnoty

**Příloha č. 1 – Rozvaha společnosti ve zjednodušené podobě (v tis. Kč)**

	2006	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM	252	7848	9984	6031
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0
Dlouhodobý majetek	0	401	283	181
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	0	401	283	283
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0
Oběžná aktiva	252	7048	9468	5737
Zásoby	48	155	157	6
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	16	5716	8194	4399
Krátkodobý finanční majetek	188	1177	1117	1332
Časové rozlišení	0	399	233	113
PASIVA CELKEM	252	7848	9984	6031
Vlastní kapitál	142	1759	3380	2035
Základní kapitál	201	200	200	200
Kapitálové fondy	0	0	0	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	0	10	10
Výsledek hospodaření minulých let	0	-58	1548	3170
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-59	1617	1622	-1345
Cizí zdroje	110	6073	6603	4010
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	0	431	340	249
Krátkodobé závazky	60	4892	5513	3011
Bankovní úvěry a výpomoci	50	750	750	750
Časové rozlišení	0	16	1	-14

## Příloha č. 2 - Výkaz zisku a ztráty ve zjednodušené podobě (v tis.Kč)

	2006	2007	2008	2009
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0
Obchodní marže	0	0	0	0
Výkony	48	21109	25513	12357
Výkonová spotřeba	101	15886	19414	8775
Přidaná hodnota	-53	5223	6099	3582
Osobní náklady	0	2981	3765	4621
Daně a poplatky	6	14	12	21
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	0	66	104	102
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	50	110	0
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	31	55	0
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	0	8	0
Ostatní provozní výnosy	0	54	10	47
Ostatní provozní náklady	0	104	145	161
Provozní výsledek hospodaření	-59	2131	2130	-1276
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0
Výnosové úroky	0	1	3	3
Nákladové úroky	0	1	56	50
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	0	21	25	22
Převod finančních výnosů	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	0	-21	-78	-69
Daň z příjmů za běžnou činnost	0	493	430	0
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-59	1617	1622	-1345
Mimořádné výnosy	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)	-59	1617	1622	-1345
Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)	-59	2110	2051	-1345

### Příloha č. 3 - Výkaz Cash Flow ve zjednodušené podobě (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivaletů na začátku účetního období	200	187	1177	1118
<b>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</b>				
Provozní příjmy	0	18508	26965	20245
Příjmy z prodeje výrobků a služeb	0	16740	23786	17514
Přijaté úroky	0	1	4	3
Přijaté DPH	0	1725	3239	2673
Ostatní příjmy z provozní činnosti	0	42	-64	55
Provozní výdaje	63	18868	27353	19390
Výdaje na materiál a DHIM	18	8187	10126	6965
Výdaje na energii	0	7	6	8
Výdaje na služby	32	5081	7887	3825
Výdaje - osobní	0	2508	3302	4197
Zaplacené daně a poplatky	6	198	1041	1015
Placené úroky	0	2	1	3
Výdaje z mimořádné činnosti	0	0	0	0
Placené DPH	7	2524	4197	2843
Ostatní provozní výdaje	0	363	794	534
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-63	-360	-388	855
<b>Peněžní toky z investiční činnosti</b>				
Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	50	0	0
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	0	278	40	0
Příjmy z prodeje finančních investic	50	1100	460	0
Výdaje spojené s pořízením finančních investic	0	273	91	641
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	50	600	329	-641
<b>Peněžní toky z finančních činností</b>				
Přijaté půjčky a úvěry	0	750	0	0
Připsané peníze	0	750	750	750
Splátka přijaté půjčky a úvěru	0	0	750	750
Přírůstek / úbytek kreditního zůstatku bankovních účtů	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	0	750	0	0
Čisté zvýšení / snížení peněžních prostředků	-13	989	-59	215
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivaletů na konci účetního období	187	1177	1118	1332



**Příloha č. 4 - Vertikální analýza rozvahy (v %)**

	2006	2007	2008	2009
	Relativní			
AKTIVA CELKEM	1,00	1,00	1,00	1,00
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobý majetek	0,00	0,05	0,03	0,03
Dlouhodobý nehmotný majetek	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	0,00	0,05	0,03	0,05
Dlouhodobý finanční majetek	0,00	0,00	0,00	0,00
Oběžná aktiva	1,00	0,90	0,95	0,95
Zásoby	0,19	0,02	0,02	0,00
Dlouhodobé pohledávky	0,00	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé pohledávky	0,06	0,73	0,82	0,73
Krátkodobý finanční majetek	0,75	0,15	0,11	0,22
Časové rozlišení	0,00	0,05	0,02	0,02
PASIVA CELKEM	1,00	1,00	1,00	1,00
Vlastní kapitál	0,56	0,22	0,34	0,34
Základní kapitál	0,80	0,03	0,02	0,03
Kapitálové fondy	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,00	0,00	0,00	0,00
Výsledek hospodaření minulých let	-0,23	-0,01	0,16	0,53
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-0,23	0,21	0,16	-0,22
Cizí zdroje	0,44	0,77	0,66	0,66
Rezervy	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobé závazky	0,00	0,00	0,00	0,00
Krátkodobé závazky	0,24	0,62	0,55	0,50
Bankovní úvěry a výpomoci	0,20	0,10	0,08	0,12
Časové rozlišení	0,00	0,00	0,00	0,00

**Příloha č. 5 - Horizontální analýza rozvahy (v %)**

	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2008/2007	2009/2008
	Absolutní (v tis. Kč)			Relativní	
AKTIVA CELKEM	7596	2136	-3953	0,27	-0,40
Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0,00	0,00
Dlouhodobý majetek	401	-118	-102	-0,29	-0,36
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0,00	0,00
Dlouhodobý hmotný majetek	401	-118	0	-0,29	0,00
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0,00	0,00
Oběžná aktiva	6796	2420	-3731	0,34	-0,39
Zásoby	107	2	-151	0,01	-0,96
Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0,00	0,00
Krátkodobé pohledávky	5700	2478	-3795	0,43	-0,46
Krátkodobý finanční majetek	989	-60	215	-0,05	0,19
Časové rozlišení	399	-166	-120	-0,42	-0,52
PASIVA CELKEM	7596	2136	-3953	0,27	-0,40
Vlastní kapitál	1617	1621	-1345	0,92	-0,40
Základní kapitál	-1	0	0	0,00	0,00
Kapitálové fondy	0	0	0	0,00	0,00
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	10	0	0,00	0,00
Výsledek hospodaření minulých let	-58	1606	1622	-27,69	1,05
Výsledek hospodaření běžného účetního období	1676	5	-2967	0,00	-1,83
Cizí zdroje	5963	530	-2593	0,09	-0,39
Rezervy	0	0	0	0,00	0,00
Dlouhodobé závazky	431	-91	-91	-0,21	-0,27
Krátkodobé závazky	4832	621	-2502	0,13	-0,45
Bankovní úvěry a výpomoci	700	0	0	0,00	0,00
Časové rozlišení	16	-15	-15	-0,94	-15,00

## Příloha č. 6 - Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (v %)

	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2008/2007	2009/2008
	Absolutní v tis. Kč			Relativní	
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0,00	0,00
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0,00	0,00
Obchodní marže	0	0	0	0,00	0,00
Výkony	21061	4404	-13156	0,21	-0,52
Výkonová spotřeba	15785	3528	-10639	0,22	-0,55
Přidaná hodnota	5276	876	-2517	0,17	-0,41
Osobní náklady	2981	784	856	0,26	0,23
Daně a poplatky	8	-2	9	-0,14	0,75
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	66	38	-2	0,58	-0,02
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	50	60	-110	1,20	-1,00
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	31	24	-55	0,77	-1,00
Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	0	8	-8	8,00	-1,00
Ostatní provozní výnosy	54	-44	37	-0,81	3,70
Ostatní provozní náklady	104	41	16	0,39	0,11
Provozní výsledek hospodaření	2190	-1	-3406	0,00	-1,60
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	0	0	0	0
Prodané cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Náklady z finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	1	2	0	2,00	0,00
Nákladové úroky	1	55	-6	55,00	-0,11
Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0	0
Ostatní finanční náklady	21	4	-3	0,19	-0,12
Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
Finanční výsledek hospodaření	-21	-57	9	-2,71	0,12
Daň z příjmů za běžnou činnost	493	-63	-430	-0,13	-1,00
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	1676	5	-2967	0,00	-1,83
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0
Výsledek hospodaření za účetní období	1676	5	-2967	0,00	-1,83
Výsledek hospodaření před zdaněním	2169	-59	-3396	-0,03	-1,66

## Příloha č. 7 - Horizontální analýza Cash Flow (v %)

	2007/2006	2008/2007	2009/2008	2008/2007	2009/2008
	Absolutní (v tis. Kč)			Relativní	
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivaletů na začátku účetního období	-13	990	-59	5,29	-0,05
<b>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</b>					
Provozní příjmy	18508	8457	-6720	0,46	-0,25
Příjmy z prodeje výrobků a služeb	16740	7046	-6272	0,42	-0,26
Přijaté úroky	1	3	-1	3,00	-0,25
Přijaté DPH	1725	1514	-566	0,88	-0,17
Ostatní příjmy z provozní činnosti	42	-106	119	-2,52	1,86
Provozní výdaje	18805	8485	-7963	0,45	-0,29
Výdaje na materiál a DHIM	8169	1939	-3161	0,24	-0,31
Výdaje na energii	7	-1	2	-0,14	0,33
Výdaje na služby	5049	2806	-4062	0,55	-0,52
Výdaje - osobní	2508	794	895	0,32	0,27
Zaplacené daně a poplatky	192	843	-26	4,26	-0,02
Placené úroky	2	-1	2	-0,50	2,00
Výdaje z mimořádné činnosti	0	0	0	0,00	0,00
Placené DPH	2517	1673	-1354	0,66	-0,32
Ostatní provozní výdaje	363	431	-260	1,19	-0,33
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-297	-28	1243	-0,08	3,20
<b>Peněžní toky z investiční činnosti</b>					
Příjmy z prodeje stálých aktiv	50	-50	0	-1,00	0,00
Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	278	-238	-40	-0,86	-1,00
Příjmy z prodeje finančních investic	1050	-640	-460	-0,58	-1,00
Výdaje spojené s pořízením finančních investic	273	-182	550	-0,67	6,04
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	550	-271	-970	-0,45	-2,95
<b>Peněžní toky z finančních činností</b>					
Přijaté půjčky a úvěry	750	-750	0	-1,00	0,00
Přípsané peníze	750	0	0	0,00	0,00
Splátka přijaté půjčky a úvěru	0	750	0	750,00	0,00
Přírůstek / úbytek kreditního zůstatku bankovních účtů	0	0	0	0,00	0,00
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	750	-750	0	-1,00	0,00
Čisté zvýšení / snížení peněžních prostředků	1002	-1048	274	-1,06	4,64
Stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů na konci účetního období	990	-59	214	-0,05	0,19

## Příloha č. 8 - Analýza a prognóza generátorů hodnoty<sup>1</sup>

### Plán tržeb

Plán tržeb byl odvozen z výsledků strategické analýzy (viz kapitola 4.2.1.6). Vývoj tržeb je korelován s vývojem odvětví (viz tabulka 4.4). Jelikož ve strategické analýze bylo odhadnuto, že tržní podíl společnosti zůstane nezměněn (viz kapitola 4.2.2.4), bude prognóza tržeb učiněna pouze na základě expertních odhadů vývoje odvětví–trhu. Přesná prognóza je zachycena v následující tabulce.

Tab. 1 Plán tržeb

Rok	Minulost				Prognóza			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby (v tis Kč)	48	21109	25513	12357	11986	12346	12729	13149
Meziroční tempo růstu tržeb (v %)	-	43877	21	-52	-3	3	3,1	3,3
Průměrné tempo růstu tržeb (v %)	-15				2			

### Plán nákladů a položek výkazu zisku a ztráty

Výkonová spotřeba se v minulých letech podílela na tržbách v průměru ze 74 %, proto tento trend bude i nadále zachován.

Tab. 2 Plán výkonové spotřeby

	Minulost				Prognóza			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Výkonová spotřeba (v tis. Kč)	101	15886	19414	8775	8898	9076	9419	9730
Podíl na tržbách (v %)	210	75	76	71	74	74	74	74
Průměrné tempo růstu (v %)	74				74			

V roce 2010 společnost plánuje propouštět a snížit tak osobní náklady. V minulosti se osobní náklady v průměru podílely na tržbách z 22 %, do budoucna je předpokládán snížení tohoto podílu na 14 %.

Tab. 3 Plán osobních nákladů

	Minulost				Prognóza			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Osobní náklady (v tis. Kč)	0	2981	3765	4621	1731	1783	1838	1899
Podíl na tržbách (v %)	0	14	15	37	14	14	14	14
Průměrné tempo růstu (v %)	22				14			

Plán daní a poplatků, rezerv a opravných položek, provozních výnosů a nákladů je odhadnut na předpokladu, že se tyto položky vyvíjejí v závislosti na tržbách. Proto je zjištěno,

<sup>1</sup> V případě výskytu extrémních hodnot při výpočtu hodnot průměrných, nebyla tato extrémní čísla do kalkulace zahrnuta.

kolik činil jejich poměr na tržbách v minulosti a do budoucna je učiněn odhad na základě průměru minulých podílů.

Tab. 4 Plán položek VZZ podílem na tržbách (v %)

	Minulost				průměr	Prognóza			
	2006	2007	2008	2009		2010	2011	2012	2013
Daně a poplatky	12,50	0,07	0,05	0,17	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Změna stavu rezerv a opravných položek	0,00	0,00	0,03	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Provozní výnosy	0,00	0,26	0,04	0,38	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Provozní náklady	0,00	0,49	0,57	1,30	0,53	0,53	0,53	0,53	0,53

Plán nákladových úroků a ostatních finančních nákladů byl sestaven dle vývoje položky bankovních úvěrů a výpomocí, od nichž se zkoumané položky odvíjejí.

Tab. 5 Plán nákladových úroků podílem na bankovních úvěrech a výpomocích (v %)

	Minulost				průměr	Prognóza			
	2006	2007	2008	2009		2010	2011	2012	2013
Nákladové úroky	0,00	0,13	7,47	6,67	7	7	7	7	7
Ostatní finanční náklady	0,00	2,80	3,33	2,93	3	3	3	3	3

Plán výnosových úroků je zachycen v následující tabulce. Výnosové úroky se budou odvíjet od výše krátkodobého finančního majetku, u kterého se předpokládá, že je v největší míře ponecháván na běžných účtech, které jsou úročeny.

Tab. 6 Plán výnosových úroků podílem na krátkodobém finančním majetku (v %)

	Minulost				průměr	Prognóza			
	2006	2007	2008	2009		2010	2011	2012	2013
Výnosové úroky	0,00	0,08	0,27	0,23	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

Odpisy, prodej dlouhodobého majetku a zůstatková cena prodaného majetku byly určeny jako průměrná hodnota podílu těchto položek na dlouhodobém majetku v minulosti.

Tab. 7 Plán položek VZZ podílem na dlouhodobém majetku (v %)

	Minulost				průměr	Prognóza			
	2006	2007	2008	2009		2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0	12	39	0	26	26	26	26	26
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	0	8	19	0	14	14	14	14	14
Odpisy	0	16	37	56	37	37	37	37	37

Provozní ziskové rozpětí v minulosti dosáhlo kladných hodnot pouze v letech 2007 a 2008. V roce 2009 se společnost dostala do ztráty, což nepříznivě ovlivnilo také ziskové rozpětí. Do budoucna je po naplňování všech položek VZZ výsledkem, že se provozní ziskové rozpětí dostane nad hranici 11 %.

Tab. 8 *Plán provozního ziskového rozpětí*

	Minulost				Prognóza			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT před odpisy (v tis Kč)	-59	2177	2212	-1193	1330	1459	1442	1490
Provozní ziskové rozpětí (v %)	-123	10	9	-10	11,1	11,8	11,3	11,3

### ***Plán pracovního kapitálu***

Položky pracovního kapitálu byly naplánovány v závislosti na průměrném podílu na tržbách, který byl do budoucna zachován.

Tab. 9 *Plán pracovního kapitálu podílem na tržbách (v %)*

Podíl na tržbách	Minulost				průměr	Prognóza			
	2006	2007	2008	2009		2010	2011	2012	2013
Zásoby	100	0,73	0,62	0,05	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Krátkodobé pohledávky	33	27	32	36	32	32	32	32	32
Krátkodobý finanční majetek	392	6	4	11	7	7	7	7	7
Krátkodobé závazky	125	23	22	24	23	23	23	23	23

### ***Plán dlouhodobého majetku***

Pro sestavení plánu investic by bylo možné použít např. metodu zjištění investiční náročnosti za uběhlá hodnocená léta. Nicméně k takovému postupu by bylo vhodné mít delší časovou řadu, která se v případě tohoto ocenění smrkla na 3 roky, neboť v roce 2006 společnost nevedla žádný dlouhodobý majetek. Proto také plán dlouhodobého majetku bude sestaven na základě průměrného poměru dlouhodobého majetku na tržbách.

Tab. 10 *Plán dlouhodobého majetku*

	Minulost				Prognóza			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby (v tis. Kč)	48	21109	25513	12357	11986	12346	12729	13149
Dlouhodobý majetek (v tis. Kč)	0	401	283	181	179	184	190	196
Podíl dlouhodobého majetku na aktivech (v %)	0	2	1	1	1	1	1	1
Průměrný podíl (v %)	1				1			